全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

唐朝

——一个价值投资践行者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目录

第一部分　投资之道
第一章　投资理念篇
20160903 股票的本质
20160913 价值投资VS 趋势投资
20160919 谈谈选股
20161205 如何才能不赔钱？
20161023 格老门与巴神堂之争
20161109 优势赢平均
20161011 你靠什么在股市生存？
20161223 股市获利的路径和逻辑
20170208 宏观的幽默
20170508 看不懂与看得懂
20170608 输光身家换来的教训
20170527 散打投资1
20170527 散打投资2
20170606 散打投资3
20170728 散打投资4
20170809 散打投资5—8 ，10 ，11 - 腾讯
20170816 散打投资9
20171001 散打投资12-- 戏说东坡投资之道
20171008 散打投资13 ：普通案例中的大道
20171008 散打投资14 ：熊市的变态级回报
20170817 关于抄作业的是与非
20140609 赢在投机的起跑线上
20180202 避雷要诀
20180207 暴跌之后
20180209 恐怖再度来袭？
20180225 狗年开篇散打
20180315 Roe 指标的正确使用方法
第二章　估值方法
20150402 企业的现金流肖像
聊聊估值
20160908 估值的误区（1 ，2 ）
20180128 估值的误区
2016097 估值好书推荐
20170627 《生人勿近》诞生记（上下）
20140307 漫谈现金流折现法
20171120 持有等于买入吗？
20171202 经典烟头案例拆解
20171219 投资应该操心的核心问题
20171224 巴菲特最糟糕的一次投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20180106 老唐估值法及运用解析
20180309 回复两个热门问题
第二部分　　企业分析
第一章　　财报印象
20170313 年报浅印象
年报浅印象2
年报浅印象3
年报浅印象4
年报浅印象5
年报浅印象6
年报浅印象7
年报浅印象8
年报浅印象9
年报浅印象10
年报浅印象11
年报浅印象12-- 宋城演艺
20170320 伟星新材
20170327 信立泰
20170405 双汇发展
20170426 老板电器
20170501 海康威视
20170605 长安汽车财报浅印象
20170624 雅戈尔
20170730 一尺跨栏粤高速
20171101 乱炖三季报
20171108 财报印象系列回顾
20171116 看不见边际的腾讯
20171124 三年三倍的背后
20171126 跳着踢踏舞去上班
20171128 虚拟利润与真实生命
20121208 对保险股的思考
20171209 我最喜欢的股票
20171224 口水帖
20171216 入坑，一个白骨累累的深坑（张裕B ）
20180113 九连阳之下的冷思考
20180204 将来的你，会感谢现在奋斗的你……
20180227 聊几份业绩快报
20180301 简单聊聊洋河业绩快报
20180324 希望与绝望- 腾讯2017 年报概览
20180311 老唐的私人书架

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第一部分　投资之道

第一章　投资理念篇

20160903 股票的本质



中文里的股票，是两个字：股、票。它代表了两种属性：股权的属性和交易票据的属性。

对于股权属性而言，投资于股权与自办企业一样，都是一种资本投入行为，直接创造财富，创造就业，创造税收，提升社会生产力。它可预测性相对较强，且对该行业了解越深，预测的可靠性越强。

在这个领域里，体现为姜越老越辣，内行优于外行的特点。当然，也有由于市场环境突变等因素导致的预测失误，正如各行各业每天都有人关门大吉一样。投资者在这个领域里，主要靠尽可能多的了解行业和企业，加上预留安全边际和适度分散来应对。

由于上市公司整体来看，属于国民经济中相对较好的部分，加上赌徒众多，常常将企业价值极度向下扭曲至重置成本以下（或向上夸张性扭曲至引诱企业家退休的状态），投资者若坚持安全边际、适度分散的理念，在自己了解的行业范围内股权投资，长期看，是大概率赢的事儿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

尤其是，越是所谓不适合价值投资、赌徒众多、追逐概念、忽略企业价值的市场，越是增加了股权投资的赢面。代价呢，就是常常发现今天有人会扔下1000 元现钞非要买你手头的1 克黄金，明天他们又拿着2 克黄金来换你的百元现钞。更多的时候，他们之间莫名其妙的换来换去，居然常有靠这种莫名其妙的交换而成为巨富者。这很容易导致你夜深人静时，怀疑人生、怀疑自己（一笑）。

当其作为交易票据时，其价格归根到底是由供求关系决定的。而一只股票的供求关系，又由市场所有参与者对其的预期决定。如果将每一毛钱都看成背后某人投出的选票，则更多人认为其会涨，就会产生求，导致股价上涨。反之，更多人认为其会跌，就会产生供，导致股价下跌。

凯恩斯有个经典的选美理论，说选美大赛中的赢家，不是你眼中最美的，而是大部分投票者眼中最美的。所以，要想猜中，你必须预测其他人认为谁最美（有点绕哇？）然后跟他们站在一边。这就是所谓的跟随市场、跟随趋势。这种投票模式决定了：某段时间内，大多数人是对的= 对的人是大多数= 你是对的，你就是大多数= 大多数本就是由对的人组成的（晕~ 但理解了这个，就知道了如何面对股神遍地飞的时间段）。

预测其他人的想法，毫无疑问是一件难度高上天事儿。前天晚上，有位朋友（也在雪球）发微信给我，转了一篇分析股灾里政府高层想法的文章，问老唐怎么看。老唐回答大致说，同床共枕二十多年的老婆，老唐也不见得能随时猜出她的想法，更别说以诡诈著称的、从来没有一起吃过饭喝过酒的政治家群体了。朋友笑了。是的，牛顿的那句“ 我可以计算出天体运行的轨迹，却无法预测人性的疯狂” ，表达的就是，别人的心思很难猜，你猜来猜去也猜不明白，不知道她为什么掉眼泪，也不知她为什么笑开怀（笑开怀）。

猜测其他人的想法及投票可能，也有很多分析工具，宏观的、微观的、技术图形的、甚至易经八卦道家兵法物理定律电化学黄大仙观音大士普贤菩萨…… 。如同赌马会分析天气情况，骑师水平，马匹状态，赌球要分析球员状态，裁判偏向，球场熟悉程度，赌21 点，也要计算大小牌的概率等等。这些分析，对于提高猜对的概率，很可能是真有帮助的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但，必须必须记住的，不能被自己使用的某种工具蒙蔽了。无论工具多么高大上，它都是要去猜别人的想法、别人的投票方向。哪怕你用观音大士，保不齐仙界也有阻碍他猜中普贤菩萨内心想法的仙术。别忘了，你也是别人眼中的别人，你猜他们，他们猜你，你根据他们的行动而行动，他们也根据你的行动而行动…… 一个无限循环（再笑）。

因此，猜心思大法，重要的有三点：1 ）能大概率正确（超过50% ）预测他人投票行为的工具；2 ）知道该种工具在何种状态下，代表预测出错。出错时，有决心、有能力止损认错；3 ）永远不押全部赌注在一个预测上（同股权投资者的适度分散）。

股和票，两种属性，两种参与者，两种模式，两种心态。股模式参与者，大部分时间要对付的是自己蠢蠢欲动的欲望，需要保持落寞的、无聊的、孤独的状态。只有在极少数市场极度向下或向上扭曲的状态，才可能出来兴奋一把。

而票模式参与者，则相反。在任何时间里，都有大多数人是对的，是可以津津乐道其正确判断是如何如何作出来的。这里的任何时间，包括极度扭曲状态。在极度扭曲状态里，股模式参与者也参与投票。因此，几乎在任何时间段，票模式的胜利者总是大多数。

唯一不同的是，如果象雪球今天的大party 一样，年年举行全球赢家大聚会的话，股模式可能始终是那几张无趣的老脸，而票模式则很可能年年岁岁人不同，岁岁年年新偶像。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20160913 价值投资VS 趋势投资

释老毛时间紧急，不多说了。 老毛观点：中国的明斯基时刻未来不可避免； 大隐观点：中国的明斯基时刻已经到来； 价投观点：中国的明斯基时刻永远不会到来，或者即便到来也可通过选股逃出生天； 问题是，你信谁？

大隐无言:

风水轮转 千股跌停

时间紧急，不多说了。上午大盘放量下跌，神创领跌，妖股和强庄股的大幅回撤，确认本轮反弹结束。 人类终究是理性的动物，全球货币大放水引发的虚假繁荣终究难逃对理性的坚守，几十万年进化发展出来对危机本能的感知时刻存在，十月初进场的高手已开始提前收割跑路，跑得快游戏开始了。一帮定力不足的新手和韭菜高位站岗，满怀期待，当然一帮媒体大神和著名黑嘴会继续鼓噪牛市，掩护庄家撤退。

大宗商品的疲软不堪已预示了一切，恒指表明了国际资金的态度。今晚欧美股指料将大跌，明日A股将继续暴跌。

双降不是免费的午餐，人民币汇率压力山大，随时可能跳水，引发全球金融市场新一轮大跳水……

查处妖股、 IPO、注册制、禁售令到期、债市崩盘导致银行坏账暴增、电价下调、煤价大跌、货运量下降，无数个利空排队等候。

也许是今日下午，也许是明天、后天……虽然不能确定具体的时间，但可以肯定的是本周千股跌停将再次上演！

准备看跳水表演吧！

$上证指数(SH000001)$ $恒生指数(HKHSI)$ $乐视网(SZ300104)$ $浦发银行(SH600000)$ $招商银行(SH600036)$ $中信证券(SH600030)$ $华能国际(SH600011)$ $中国神华(SH601088)$ $国投电力(SH600886)$ $上海莱士(SZ002252)$

2015-10-27 11:40 相关讨论(351)

黄建平代表价投回应一下，严格说，不管是什么司机时刻，都无法预测是否到来，什么时候到来以及何种方式到来，我们所能做的是看清公司，评估价值，以合适价格买入。我不会因为可能来了一个司机时刻，把我公司股权卖掉，等司机走后再买回来。老毛已经正式承认自己不是价值投资了。

释老毛什么是接地气的价值投资？时间紧急，不多说了，回应一下老黄的批评：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1 ）我啥时候说过我是纯价投啊？我一直说的是半个价投，买入端看安全边际。我要是纯价投，没准一直被套牢或坐电梯呢；

2 ）覆巢之下，焉有完卵？中国发展模式下，99% 的行业和公司依赖于宏观经济周期，你可以说通过自下而上选股满仓穿越牛熊，但斌也说过类似的话，结果跑得比谁都快，还自夸成长了；

3 ）满仓死多未必是真价投，空仓风控也未必不是价投。君子不立于危墙之下，是一种严肃的投资态度，雪球上一直空仓看空踏空的高手不少吧，塞斯卡拉曼永不满仓，这哥们儿早满把现金，已经踏空半个美股牛市了，他不算价投嘛？

4 ）美国是个成熟的市场经济和宪政国家，巴菲特的人生又赶上一个美股长期慢牛，他自己都说中了卵巢彩票，所以复制巴菲特也不能教条主义，要接地气，要理论与实际相结合。委内瑞拉为什么复制不了巴菲特？1949 年民营企业家们满怀信心建设新中国，比股民热情高吧，结果等着他们的是三反五反和冰冷的黄浦江水；

5 ）宏观经济很复杂，具体事件无法预测，但大方向大趋势反而简单清晰：任何经济体都遵循的规律，凡是亲市场化的时候，就兴旺，凡是反市场化的时候，就衰落。这对一个政经不分的转型期大国，尤其灵验，所以1979 、1992 、2000 年时基本面再困难也要大胆做多中国，因为方向对头其他弊端统统退居次要矛盾，现在嘛，虽然中国比以前富了，呵呵；

6 ）至于投资完全不预测，是老巴自谦和矫情，我们则是东施效颦。这不科学，不符合心理学规律，人类任何行为都是建立在预测和假设之上的。价投也预测，预测基本面不是预测？预测公司下一年业绩不是预测？只要预测，都有不确定性，预测市场变化和预测公司业绩，都是靠蒙，马尔基尔在《漫步华尔街》其实都批评过，不是不预测，而是对预测的态度，预测的关键是概率。

@ 唐朝 你说是不？

唐朝

时间紧急，不多说了。既然艾特我，就回复一下：

1 ）没错，老毛确实没说过他纯夹头，且纯夹头坐电梯的确是家常便饭；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2 ）99% 数字是乱说，宏观是个外延不确定的定义，乱说乱有理；

3 ）夹头不存在空仓，只存在按照估值（或曰预期回报）将资金配置在各种资产上，现金及其等价物是其中一种；

4 ）复制巴菲特（或其他偶像）必须教条，要照猫画虎、一板一眼认真学习。成了大师以后再考虑创新和改造；

5 ）预测，人人都做。过马路也赌不会被车撞，睡觉赌楼不跪跪，核心是变量的多少。宏观经济变量太多，每个变化预测准确性就算有90% ，10 个变量集合起来，准确度不到35% 。5 个诺奖大师可以提供8 种宏观走势预测，且每种都有300 页数据和模型论证，老唐数了数自己的智商点数，还是省点时间看美剧算了。

释老毛回复@ 唐朝: 【单一策略vs. 多策略系统】时间紧急，不多说了，回应一下老唐：@ 草帽路飞 作了量化搬砖的实证比较，我也先举个实证例子，这些操作都是雪球上公开披露过的，可追踪和验证，让我们看看这轮牛熊转化的投资绩效，单一策略和多策略哪个更有效：

A 账户，Buy & Hold 策略：中国平安，2014 年初最低36 元，到现在33 元（除权），一年半增值94% ，大概翻了一倍，跑赢上证指数60% 的回报；

B 账户，多策略系统：14 年初的冷门股建发股份5 元多，这是格雷厄姆式的捡烟头，到15 年4 月15 元失去安全边际清掉，换成三全食品，三全当时也不便宜，只是在消费股里相对低估，而且前期严重滞涨，但因为正好赶上博士提出互联网+ 口号，风口之猪，两个月后翻一倍，5.29 日复牌后清仓换别墅，这条线是一年增值6 倍。即便是三全食品6.25 日跌破50 日线趋势已经明确发出卖出信号，此时清仓依然能保存5 倍多的利润。也就是即便投100 万，一年后变成了500 多万，所以我说别墅是股市白送的，此言不虚！

这部分仓位，至少运用了格氏投资、题材投资、趋势投资（主要是退出和风控），实际回报是Buy & Hold 单一策略的3 倍，注意，绩效不是提升30% ，而是300% 。

实践最有说服力！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1 ）我是个人投资者，投资就是为了赚钱，不是为了坚持某种理论体系的纯洁性，关注的是实效性（effective ），而不是正当性（right ），因此我是杂食动物，五谷杂粮什么有效，如果我信奉价值投资，是因为实践证明价值投资有效而不是因为它正确。毛主席为什么龙日天？因为他能把抽象的理论教条与具体的中国本土特色相结合，而不像王明等海归派那么坚持理论的纯洁性。

2 ）99% 是泛指，中国这种投资拉动的模式之下，绝大多数行业与宏观经济周期相关，这个是不争的事实，也就医药、娱乐几个行业除外。

3 ）夹头不存在空仓，这个说法是文字游戏，你把现金定义为一种资产，就叫资产配置；把现金定义为非资产，就叫空仓，对于股民来说往往不持有权益类资产就叫空仓状态。

4 ）复制巴菲特（或其他偶像）必须教条，成了大师以后再考虑创新和改造，老唐你这是盲从权威，把真理的发现权垄断在大V 大师手里，剥夺了人们的思想自由和怀疑自由。如果按照这个观点，巴菲特永远成不了巴菲特，他还没有成为大师的时候就反思和修正了师傅格雷厄姆的正统价投理论，称之为从猿到人的飞跃，我们现在学习的主流价投理论实际上就是巴菲特离经叛道的产物。至于芒格，从小屌丝时起从根上就不尿格老那一套，认为纯扯淡，并且成功的拉出巴菲特高举修正主义旗帜分裂了价投阵营。照你的观点，巴菲特、芒格自己没成大师之前就没资格反思和修正大师的理论？我叶良辰偏偏不服！

5 ）预测是人类的一种，存在方式，任何世界观都是建立在特定假设和预测之上的，不否认了吧。宏观经济不能预测是因为变量太多，这个我承认，我更认为公司的未来实际上变量也很多，几乎没有人能预测出一家公司5 年后的业务和利润状况，王石对万科、马化腾对腾讯都发生过误判，所谓砖家学者行业领袖的观点，几年后回头看往往打脸。所以我说预测的关键是概率问题。

但是否就应当陷入神秘主义的泥潭，完全靠蒙呢？也不是，变量多反而需要一种化繁为简的洞察力，革命战争期间毛主席为什么成为公认的领袖？因为在全党同志迷茫的生死关头，只有他站得高，看得远，为全党指明了方向，带领全党走出了迷茫，而且事后证明他的少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

数意见往往是正确的，都服了。为什么毛是一个预言家，因为他实事求是，不迷信权威，不唯书，只唯实，善于从纷繁复杂的多个变量中抓住主要矛盾，这是一种最牛逼的能力。

唐朝做个纯夹头，还是在夹头的基础上兼顾趋势？

老毛，不想演化成为辩论而辩论，我另起一帖谈谈分歧算了，我猜我俩恐怕都属于只能被自己说服的人。

我俩的核心分歧就两点：

1 ）究竟纯粹依据估值而动，还是在估值的基础上适当考虑技术趋势？

2 ）究竟是纯粹研究企业个体，还是在企业个体的基础上考虑宏观经济？

这两点分歧背后隐藏着两个判断：

1 ）市场参与者的情绪波动（即趋势），是否可以被掌握？

2 ）宏观经济，是否可以作为投资依据？

对这两点，我的认识是：

1 ）市场参与者的情绪，只有在明显疯狂状态才可以掌握。这种疯狂状态，体现在对企业的极度高估或者极度低估。两者之间，它不能被掌握。既然极度疯狂状态，利用估值即可判断，而其他时候，我们不能判断，所以我就选择在此期间扮演一个安静的傻瓜。否则，热衷于技术趋势，时错时对，对时亢奋得意，错时深刻反省，周而复始，浪费青春。

2 ）所谓宏观经济，就是微观的集合。是在企业和家庭的财富创造活动上面，增加了财富重分配环节。预测宏观，相对于预测企业而言，其难度一定是几何倍数的。你认为自己可以具备“ 从纷繁复杂的多个变量中抓住主要矛盾” 的能力，而我认为你我都没有。更坦白一点说，我怀疑这个世界真的有具备预测宏观经济变化能力的人。

以上就是我的观点。额外补充一个有趣的问题，关于你说的空仓和持有货币是偷换概念的问题。我不同意这个观点。我认为，当我们将财富配置在现金上的时候，背后的逻辑是当前股权的预期回报率低于现金（或类现金资产）回报率。而当你说空仓的时候，背后藏着的含义，是认为明天的股价会比今天低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

释老毛回复@ 郭小猎老道:【澄清与答辩】时间紧急，不多说了。本质上谁也无法说服谁，但有些讨论的问题要澄清：

1 ）我从没说过宏观经济可以预测，老唐批判错靶子了，我承认宏观经济不可预测，而且微观企业实际上预测也很难。未来不可预测，我比纯夹头坚持得还要彻底。马化腾低价卖出过腾讯，我们外部股东凭什么比创始人还能看懂公司？所以，无论宏观微观，预测都是概率。

2 ）不可预测，不等于不预测。老唐完全按照估值配置资产，我不反对，但任何估值模式都是建立某种预测之上的，即假设过去与未来基本具有连续性和一致性。如果出现黑天鹅，那既有的估值模型就被打破了，出现价值崩溃。注意，不可预测与不预测，是两码事，跟帖中的很多高大上的批判是不经大脑的鹦鹉学舌。

3 ）以前我说过，还是忍不住再说，老唐你把技术分析和趋势投资搞混了，技术分析是热衷于预测，趋势投资的策略实际上是最反对预测市场的，做右侧，只追随，不预测，看看跟帖，大部分价投没搞懂甚至不屑于搞懂这一点就急于批判和嘲笑不同流派，实际上也是致命的自负。

4 ）我的投资系统在退出策略上就是融合了趋势投资，今年的实战效果我很满意，收益率远远超出持有不动的价投策略，我不迷信权威和理论，价投理论我不比任何人懂得少，但为什么我要搞修正主义？不是为创新而创新，因为实践告诉我要优化，我更相信实战业绩，而不是理论的纯洁性。

5 ）每个人都有自己的世界观和投资系统，不能要求整齐划一，不能不允许质疑权威，不能不允许探索和优化，巴菲特的价投和格雷厄姆的价投也不同，和而不同，求同存异吧。

有一点我坚持，世界上有没有在纷繁复杂的事务中能抓住而且善于抓住主要矛盾的神人？有，毛主席就是一个！诸葛亮未出茅庐已定三分天下就是这种眼光。此处我说的宏观不是指经济学中的宏观经济，而是一种历史大趋势，不仅当年的毛能看准，当代的李嘉诚也能看准，眼光之老辣，不得不佩服！//@ 郭小猎老道: 回复@ 唐朝: 虽然老唐不需要，也声援一下老唐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1. 预测企业已很难，宏观经济变量更多，预测难度是几何级别上升。在宏观预测的小概率事件上押注，不能算明智。相对预测企业就是做相对简单和确定的事，胜出概率更大。

2. 预测股价就是预测全体参与者的想法和行为，俺也认为这个几乎不可能。但有人成，理论上吧，可能有人可担此大任。

3. 老毛是奇人，开国老毛也是奇人，可能不在常人理解之列。如霍去病屡建奇功，但不循常理，不依兵书。老毛答应当新疆主席成功率更高，但千难万险后，真的成太祖了。但是但是，老毛和霍去病只有一个，胜出概率很低，但确实真的成了。对于常人还是需要善意告诫：动作危险，请勿模仿。

唐朝很好，继续深入了，勾出了新问题，可以继续聊。跟高手聊天是一种享受，也是对自己体系的质问，这是老唐乐意享受的事儿。先谢谢老毛。

1 ）你的第一条，谈到了“ 宏观微观，预测都是概率” ，这一点，我是同意的，当然，同意了这条，就无法同时同意你该条所说的“ 未来不可预测，我比纯夹头坚持得还要彻底” 了。预测是概率，这个没错。正如我主贴说的，宏观是微观的集合，其预测难度相对于微观，一定是几何倍数的。你也同意，宏观变量太多，其预测正确的概率相当低（10 个变量，每个正确率90% ，最终正确率不足35% ）。

2 ）面对预测概率的客观难题，有两种态度，大抵老毛是采用人定胜天，坚持用自己的知识和智慧去尝试理解。而老唐则采取巴菲特所言的“ 我们不学习屠龙术，我们只躲开恶龙。我们不挑战7 尺跨栏，我们寻找可以跳过去的1 尺栏” 。前者挥斥方遒、粪土当年万户侯，无论成败皆是划过星空的璀璨。后者冷静克制、平淡无奇，只求龟速前进到达终点。两种态度，谈不上对错，是不同的自我认知、不同的人生态度吧。但总体上而言，人定胜天论，比较适合类似老毛这种骨骼清奇、天赋异禀的非常人，而绝大多数人都会在挑战恶龙的时候，变成恶龙的盘中餐。这个老毛不否认吧？从这个意义上说，我宁愿老毛谈论宏观的时候，文采别那么令人仰慕（矛盾，若老毛失去了文采，雪球将会怎样？），因为你有很多崇拜者，他们很可能会自不量力地跟着走上那激情四射的不归路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

3 ）关于你说的趋势投资不是技术分析范畴，我很肯定的说，你的划分是错误的。公认的技术分析有三大假设：历史会重演，价格反映一切，价格沿趋势前进。跟踪趋势，是技术分析的重要、主要以及最核心的部分。所有的技术分析，无论是均线、kdj 、macd 、布林线、薛斯通道、乖离率…… 以及在其之上的一切衍生指标，最终无外乎两点，一是跟踪趋势，一是寻找趋势的反转。老唐不用技术分析，也不嘲笑，因为我知道，技术分析最害人的地方就在于“ 有时候他挺有效的” 。这个就不展开说了，与我们讨论的主题无关。

4 ）所谓价值选股、趋势择时，是一种颇为流行的观点，也以其貌似包容的态度、不偏不倚的理性，吸引着众多拥趸。记得以前有位名人，常被媒体刻画为“ 左手巴菲特、右手索罗斯” ，应该是这类信众的典型代表。老唐仔细想过持此种理念的人，根子在于其有意无意间做了一颗红心两种准备的打算：对了趋势获利，错了价值投资。或者说，是在抓趋势的基础上，增加了一根价值兜底的保险绳。不得不承认，这是对趋势投资的优化。但它却是价值投资（暂且这么叫吧，其实价值二字多余）退化。其本质是趋势投资，是放弃了止损系统的趋势投资，而非价值投资叠加趋势投资。

5 ）为何要如此拒绝两者的融合，为何要原教旨主义（死板、刻舟求剑、不懂变通）地坚持一套纯粹的夹头体系，难道这就是绝对的真理，不允许进步和修正，难道老唐你就看不见“ 巴菲特的价投和格雷厄姆的价投也不同” 吗？—— 这需要回到格雷厄姆体系的核心来说，**格雷厄姆建立的价值投资体系核心是三块基石：股权代表企业的一部分、市场先生、安全边际。** 巴菲特的确对格雷厄姆的投资体系做了改变，但为何巴菲特依然坚称自己是85% 的格雷厄姆呢？老唐的个人理解，这不是客气，不是礼貌，是因为整个系统，无论怎么变，依然建立在这三块基石上。

巴菲特只是在格雷厄姆习惯的「股权代表企业（资产）的一部分」的基础上，进化出了「股权代表企业（未来收益索取权）的一部分」，其他的两块原封不动。

如果在这套体系上，叠加技术分析（趋势投资），意味着放弃了市场先生（即市场波动不可预测、不可跟随，只可在极端情况下利用）原则，放弃了安全边际原则（趋势是走出来的，当趋势出现时跟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

随，意味着便宜不买、贵了再买），这是两套相互抵触的逻辑体系，推到尽，无法兼容。

6 ）以上是对老毛答辩的回复。下面再扯几条与本主题无关的闲言。

A. 作为一个持功过零十开观点的毛黑，每次看见你崇拜某人，都需要靠教养和理性克制体内的兽性，这很难过的，55555555…… ，恳请老毛跟我聊天的时候，尽量不要表达对某人的仰慕和吹捧，可好？就当在回民面前不说猪一样吧！谢谢。

B.@ 归隐林地 兄说到搬砖，我并不抵触搬砖，甚至@ 唐史主任司马迁 兄还将我命名为搬砖党匪首，强烈抗议过本人在两投上不合时宜的搬砖行为。归隐兄谈到的搬砖，使用的是现金和筹码之间搬。老唐个人认可的搬砖活动有：同一企业搬砖，例如AH 搬砖；同质化企业之间的搬砖，例如当前环境下@ 云蒙 在不同银行股之间的搬砖，@ 东博老股民 在不同银行股估值差异较大的时候的接力换股；联动型企业之间的搬砖，例如国投川投主要资产和收益来源相同，可以推定大体合理估值差。至于归隐兄谈到的现金和筹码之间的搬砖，应该是夹杂了对明日股价的预测，逻辑上兄会对也会错，属于经验、直觉和运气的混杂。我个人不认同这属于搬砖，也不会如此做。

C. 要说投机，唐史主任司马迁追逐基本面热点手法，我觉着还不错。虽然我没这个能力、也没这个精力学习，但我反复想过他的操作，是集合大量的蛛丝马迹（类似于情报分析），先人一步推测基本面上将会发生些什么重要的触发事件，并寻找这些触发事件可能引发市场对什么股（或什么板块）的炒作，下注狗改不了吃屎、题材不会被市场浪费，提前潜伏进去，静待题材如期出现。在其他条件不变的情况下，题材没有出现或者出现后居然狗不吃，退出即可。

多次反复博弈下，兑现的有利润，没兑现的总体持平（当然，承担系统性风险，和套利类似），从而使自己占据优势。但这种作法，需要分散、多次，并花费大量时间和精力，还要具备信息渠道及真实性甄别能力。个人感觉，当年的一哥王亚伟，也类似这种手法（纯个人感觉的表达，没有研究，勿喷）。

D. 最后强调一点，老唐所知有限，知识面有限，也从来木有一桶浆糊的梦想，我谈论我所知的，是希望和同道交流，获得指教，没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

任何贬低或说服别人的意图。证券市场获利手法很多，许多我也不能理解，只能暂时存疑，例如徐翔的公开业绩、例如进化论一平的基金操作、例如山神和鹿公的日内T 、例如丹神的择时…… 这些都是看得见的、不能否认的成果。老唐学习自己能理解的，存疑自己不能理解的，仅此而已，板砖请选泡沫的，谢谢。

释老毛【干货】老唐大显神威，舌战群儒的架势理性的辩论，理越辨越明，我再回应一下：

1 ）无论宏观微观，未来不可预测，这是共识。

2 ）人定胜天，其实不是，而是根据概率分布大概率上下注，价值投资讲安全边际，趋势投资讲敬畏市场，都是尊重客观规律，而非主观任性，既然不可预测，谈何人定胜天？承认世界的不确定性，概率、试错、纠错，才是正道。老唐的不跨七尺围栏，也是概率，君子不立于危墙之下，也是概率。

3 ）技术分析包不包括趋势投资，这个也是概念之争了，看怎么定义，广义还是狭义。即便按老唐定义的广义的技术分析，那在内部亦分成预测派和追随派。预测派是神棍，短线明天走势如何，除了上帝谁也不知道；追随派，不预测市场，只追随市场，“ 截断亏损，让利润奔跑” ，这句话是趋势投资的精髓，我悟了很多年，并非无稽之谈。

老唐说市场趋势不可预测，不可追随，前半句对，后半句商榷，谁说趋势不能观察不能追随？趋势当然可以追随，只要设定止损风控机制即可。我做过实验，老唐你也可选一只股票甚至指数，例如茅台、平安，以30 日或50 日均线为标准，只做右侧，线上则持股，跌破则清仓，十年复盘一下，右侧交易穿越牛熊的回报与左侧交易buy ＆hold 策略的回报是差不多的。欧奈尔的Canslim 系统就是严格的右侧交易系统，其有效性也被验证。左侧，右侧，都能赚钱，只有瞎炒必定亏钱。价投做左侧，不能否定右侧，世界很大，价投们应该多出去看看。

4 ）说到核心了，左侧与右侧如何结合？老唐说“ 价值选股，趋势择时” ，这是李驰的流行说法，我早就把这个策略证伪了！很简单，在同一时点，你不可能做到兼顾左侧和右侧。老唐显然没有认真读过13 年红周刊对我的访谈，我的思想三年前在那篇访谈就成型了，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

今年的实战成功只不过投资系统的一个验证结果。具体如何结合？一句话：左侧买入，右侧退出；价值底买入，趋势顶卖出；既要赚价值的钱，也要赚泡沫的钱。（此处省略一万字，具体在本人创作的书中会有详细的思考和披露）

5 ）最后谈到巴菲特对格雷厄姆的修正，巴菲特自己说70% 的格雷厄姆，但很多人认为他更像70% 费雪，这个一直有争议，但共识是修正力度是很大的，其实是离经叛道了。我不太赞同老唐的解释，不是仅仅对第一点股票的性质理解不同，两种策略的逻辑是不同的：格老重视股价的安全边际，实际做的是二级市场套利，博取内在价值和股价之间的差价；老巴重视的是企业的护城河和对企业的控制权，实际上是股权投资，完全可以不依赖于二级市场。这是因为时代不一样，市场状况不一样，格老和巴老资金性质也不一样，时移事易，变法宜矣，巴菲特也在变，我们呢，与二老都不一样，让实践检验真理，否则照猫画虎，有可能是东施效颦。

唐朝非常好，观点都表达明白了，就拿你这篇作为本次辩论的收尾吧！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20160919 谈谈选股

在投资活动中，核心动作不过是选股和持股两大部分，其中选股又是基础。选股，通常有两种路径，一种是自上而下，一种是自下而上。

自上而下，选择的路径是先选行业再选企业。思考路线是首先前瞻性地找出未来发展空间较大的行业，即先找到一张可能越来越大的饼；然后再寻找这个行业内某家或某几家优势企业，即找到未来在这张大饼中可能获取较大份额的企业。如果有条件的话，还可以在选择行业之前，加上选择国家，即首先选择那些经济增速可能较快的国家，然后才在这些国家内去选择发展空间大的行业。这种方法，对投资者个人商业前瞻能力要求较高，投资者需要具备识别产业机会的能力，能大概率判断出未来某产业的腾飞。大部分成功的风险投资家，以及大部分成功的企业家，都是因为选择了正确的行业，站在了风口。你是一只天鹅，大风会助你翱翔天空；你是一头笨象，大风也会推你化身飞天神象。

自下而上另一种路径是自下而上，即首先寻找净资产收益率高的企业，然后分析企业获利能力强的原因，再挖掘该企业获利能力是否能维持或者扩大。

这种方法一般从ROE 入手。长时间维持更高的净资产收益率，意味着一家企业赚同样多的利润，用了更少的本钱。或者用了同样的本钱，赚到了更多的利润。—— 注意，与股价无关，与PB 无关，因为股价高低，是股东之间的交易，并不直接改变企业经营中的可用资源。

同样多的投入，获取了更多的利润，这不科学！不符合资本逐利性特征。投资者可以沿着这个问题向下追问：凭什么？为什么同行没有抢走它的额外利润？—— 最终我们一定会发现某种没有被计算在报表净资产里面的特殊资源，然后恍然大悟：原来多出来的利润是这种资源带来的。

通常而言，这种资源，可能是能干的管理层，可能是很难模仿的独特产品，可能是品牌或其他无形资产，可能是地理条件或者其他原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因造成的成本优势，可能是规模门槛，可能是客户离开很麻烦的服务，可能是越多人用价值越大的网络效应，甚至可能是某种中国式关系…… 等等（备注：这部分内容推荐阅读帕特. 多尔西的《巴菲特的护城河》一书。薄薄一本，不足200 页，但很值得一读，老唐荐书里有）。

当投资者发现了这种独特的资源后，就可以展开思考：这种带来利润的资源，未来是能够保持乃至越来越强大，还是可能被其他行业或者本行业内同行削弱？—— 如果答案是前者，那我们就发现了一个优秀的潜在投资对象。

然而，大部分市场参与者难以通过这样的活动获取理想回报。原因嘛，是因为做这些研究需要花费大量时间，并且经常会出现研究后发现，绝大部分公司的特殊资源优势，很难确定会持续。真正能够保持乃至越来越强大竞争优势的企业，总是那么稀少。看上去投资者所做的大量研究似乎白费了，这相当令人沮丧，也相当令人感觉乏味。远不如预测市场涨跌有成就感—— 会有50% 的成功率啊！如果加上人类大脑在进化过程中保留下来、过滤负面信息的自我保护功能，大部分人都能觉得自己的预测准确率起码能到70% 。

而且，即便真的发现了能够保持甚至能够扩大竞争优势的企业，很可能你绝不是唯一一个发现的，更不是第一个发现的。市场中潜藏着大把的聪明人，你会发现这样的企业一般都不便宜，大多数时候市场已经给过那种特殊资源足够的估值。我们需要默默等待，默默忍耐，等待市场给出误判的时候，才有机会将其收入怀中—— 这很枯燥，让很多人感觉无聊，而人性本就求新求变。

仅仅与枯燥作战，就足够淘汰80% 的参与者了。在市场里待过一段时间的人，都会知道：股市里最难的不是买卖，而是什么也不做，就静静地看股价上蹿下跳。

所以，市场长期的赢家总是少数，多数人只是在快乐的“ 新” 和“ 变” 的愉悦刺激中，在高达“70%” 以上的预测准确率中，付费完成了自己的娱乐活动—— 所有说投资很容易的人，都忘记了这里集中着最多的聪明人，都想在最快的时间里，用最少的金钱获取最大的收益，竞争比其他行业只强不弱。尤其是进入门槛还那么低，怎么可能竞争弱呢？

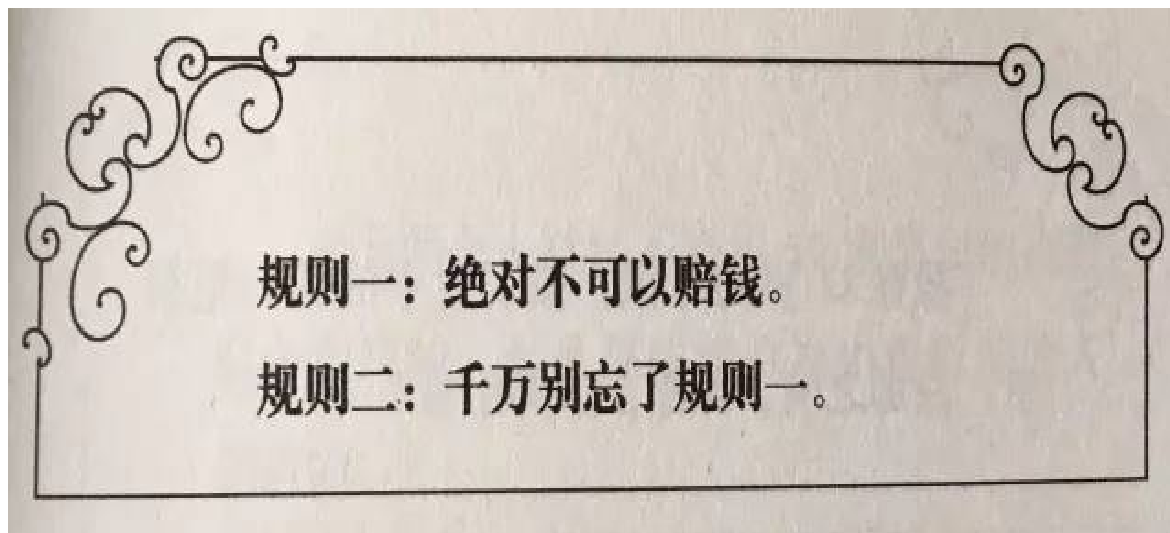
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

自下而上选股，还有一种高胜算策略，就是一篮子低pb 或低pe 策略，以后有机会又聊。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20161205 如何才能不赔钱？

有人提了一个很有趣的问题，“ 据说巴菲特投资有两条规则：



然而，巴菲特怎么做到这一点的？难道他买进的股票都是立刻涨，永远抄到大底吗？买了以后股价继续下跌怎么办？一直不赚钱又怎么办？”—— 我估摸着应该有不少朋友会有此困惑，三两句话说不清楚，写篇小文聊聊。

先批判一下巴菲特。

巴菲特个骗纸，他经常亏损，经常处于赔钱状态的，这两条规则完全是骗人的鸡汤—— 如果按照这位朋友“ 买了以后股价继续下跌= 亏损” 的定义来衡量的话。

纳尼，巴神堂小喽啰老唐居然说巴神是骗纸？别急，往下看。

比如巴菲特经常拿出来嘚瑟的富国银行。1989 年，巴菲特买进了约85 万股，每股买入成本约70 美元，市盈率约7 倍，市净率约1.5 倍。1990 年，股价大幅下跌，巴菲特继续买进400 多万股，成本大约55 美元/ 股。注意，前面70 美元买进的已经“ 亏损” 超过20% ，“ 亏损额” 超过千万美元了。

这还没完，直到1992 年，巴神依然在持续买进富国银行，而且买入价格仍然在70 美元以下。直到1993 年，富国银行股价飙升，巴菲特的这些股票才转为“ 盈利” 状态。盈利也不多，总账算下来说翻了一倍多，年均也就20% 上下吧！也就是说，巴神在富国银行这笔投资上面，持续“ 亏损” 时间至少长达三年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

注意，这可是巴神特别有信心、特别有把握的一笔投资，他曾在2009 年5 月2 日的股东大会上说过这样的话，可以证明他对富国银行的喜爱和了解程度：“ 如果我所有的资金只能买入一只股票，那我就全部买入富国银行。”

对于自己特别有信心的一笔投资，亏损长达三年，幅度超过20% ，就这还说“ 规则一：绝对不可以赔钱。规则二：千万别忘了规则一” ，这不是自己打脸的骗纸吗？

如果说上述案例，巴神通过“ 摊低成本+ 死扛” 熬过了大跌，最终好歹算是盈利了。还可以用“ 浮亏不算亏” 来自慰的话，老唐可以再举两个彻头彻尾的亏损案例，一个非上市公司，一个上市公司。

①1993 年，巴神看上了德克斯特鞋业公司，作价4.33 亿（市盈率约15 倍左右）收购了这家鞋业公司，并在1993 年年报里盛赞“ 德克斯特是查理和我职业生涯中见过的最好的公司之一” （原文）。当时，巴神向德克斯特股东定向增发伯克希尔的股票25203 股，按市价折合4.33 亿完成了支付。

很不幸，白纸黑字，巴芒俩大神被“ 职业生涯中见过的最好的公司” 打脸了。这家公司在收购完成一年后，净利润就开始持续稳定的—— 下滑。原因嘛，主要是以我天朝为代表的发展中国家廉价鞋冲击。到1999 年，德克斯特的年度净利润就只有1100 万美元了（大约是1993 年净利润的四成），2001 年，干脆就爆出4500 万美元的亏损。

2000 年及之后的年报，巴神开始客气地批评自己，向股东承认错误了。批评的力度，伴随着德克斯特经营恶化的程度不断加强。到2007 年，巴神直接在年报里把自己骂成一坨翔，他说：“ 我在1993 年用价值4.33 亿美元的伯克希尔股票买下了德克斯特鞋业。我当时认定的它具有的持续竞争优势，在后来短短几年内就消失了。但那只是开始，利用伯克希尔的股票，我严重扩大了这个错误。这一次花掉的不是4 亿美元，而是35 亿美元。实际上，我是用一个优秀公司—— 现在的价值是2200 亿—— 的1.6% ，换来一个毫无价值的烂公司。到目前为止，买进德克斯特公司是我最糟糕的决策。”

②2014 年年报里，巴神自爆自己投资英国著名零售上市企业Tesco 的经历：2012 年前，花了23 亿美元买进了Tesco 公司股票4.15 亿股，2014 年清仓，割肉亏损合计4.44 亿美元，亏损幅度近20% 。并在此发出了他那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

句著名的感慨：如果你在厨房里发现了一只蟑螂，伴随着时间流逝，你一定会继续遇到这只蟑螂的亲戚们。

这俩案例不是彻头彻尾的“ 赔钱” 吗？所谓“ 绝对不可以赔钱” 规则呢，哪里去了？

所以老唐说“ 巴菲特是个骗纸，他经常亏损，经常处于赔钱状态的，这两条规则完全是骗人的鸡汤—— 如果按照这位朋友的亏损定义“ 买了以后股价的继续下跌” 来衡量的话” ，不算过分吧！

但是，其实这只是理解的错误，巴神从来没吹嘘过自己永远是抄大底的，永远买了就赚，永远没有判断错误…… 这样吹嘘的，一般是网络口炮党，是真正的骗子。

虽然这俩“ 不要赔钱” 规则（有些资料表述为“ 不要亏损” ），我只是从巴菲特儿媳妇玛丽. 巴菲特的书中看到的，据说是巴菲特日常说过的话，其原始出处没有可信文献。但作为一名巴神堂小喽啰，理解这句话并不困难，我选择相信巴神的确这么说过。只是他表述的意思并不是要确保买在最低点。更确切的说，是巴神的“ 赔钱/ 亏损” 概念，和炒股人士的“ 市价低于买入价= 亏损” 概念有区别而已。

如果我们做过企业，就会很容易理解巴菲特心中的亏损概念。假设你家开了一家小饭馆，怎么样就是亏损了，怎么样就是盈利了呢？它是由隔壁小馆子或者同城其他饭馆的转让成交价决定的吗？不是。

盈利或者亏损，由你家小饭馆每天的流水，每天采购的原料，完成的销售，支付的成本等因素决定。简单的说，刨过人工、房租、材料、税收、装修及设备折旧等费用，每个月或者每年算下来还有现金剩余，你家小饭馆就有了会计意义上的盈利。如果这个现金剩余超过了你家这笔本钱不开饭馆可以选择的第二选项带来的回报（例如买成理财产品），你家小饭馆就有了投资意义上的盈利。

换成高大上的词汇就是：如果这家企业生命周期里预计创造的自由现金流，折现至今天，超过你付出的成本（包含投入及次优选项带来的回报），你就有投资意义上的盈利。这笔投资盈利还是亏损，与这家企业股权目前在其他人之间以什么价格成交无关。

有点拗口。就我个人理解，要点有三：

① 要摆脱股价波动的影响。股市是产生股价的地方，它存在的价值是为了替你服务，而不是左右你的决定。巴菲特说：“ 对我而言，股市只是一个观察愚蠢行为的地方。” 他多次谈到过的那个农场例子，透彻地表达了股价波动的本质以及投资者应该有的态度：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

假如有个急脾气的人在我的农场旁边也有一块农场，他天天向我大声报告，他想以什么样的价格收购我的农场或是卖掉他的农场—— 而且这些价格还因他的情绪短时间内大幅变化—— 我怎能不趁机从他的疯狂行为中获利呢？假如他今日报价低的离谱，我又有点余钱，我会买下他的农场。假如他的报价高得荒唐，我可以把我的卖给他。

② 关注资产的未来产出，选择哪些在稳定行业中，具有长期竞争优势的企业，以便于自己可以估算出其大概价值。只有能估算出大概价值，我们才可以通过与“ 隔壁农场主” 的报价对比，确定自己是不是有便宜可捡。如果没有办法估算大概价值的企业，远离。因为你无法确认自己是否在出价的瞬间已经亏损。

同时，在计算企业大致价值区间的时候，尽可能取保守值，拒绝为未来的成长出价—— 成长只能视为价值的安全边际。保证在不成长的情况下，自己的出价也有利可图，否则不参与。“ 股市的好处在于没有三振出局的规则，如果球不在你的舒适击打区，没有人强迫你必须出击” 。

③ 一旦“ 亏损” ，神也要认错。梦想是丰满的，现实是骨感的。巴神被戏称为神，却并非无所不能的真神。他看中的“ 持续竞争优势” 也会“ 在后来短短几年内就消失了” 。当我们发现原本看中的持续竞争优势正在或者已然消失的时候，当我们发现该行业或者该企业发生本质变化的时候，企业未来的自由现金流数量就会与我们的预测值发生巨大的偏差，若由此导致折现值低于当下可以卖出的市价时，无论当下处于炒股人士们认为的浮盈还是浮亏（即市价高于或低于买入成本价），对于巴菲特而言，“ 亏损” 已经出现了。此时，巴神也要认错，正如Tesco 一样，他说：“ 如果你发现自己已经在陷阱中，最重要的是想办法让自己不要继续下陷了” 。

挺反人性的吧？是的，否则市场不会有那么多人赔钱。投资这条路，要说难，也真就难在这两条：

① 人的本能，是用市价和买入价差额来衡量赚赔，“ 赚” 了愉悦，“ 赔” 了痛苦。而投资需要我们利用价格的极端波动，而不是让价格波动来操纵和影响我们的情绪和行为。

② 投资需要我们懂得计算企业的价值，而不是错以为股价或市值就是这家企业的价值。—— 还记得老生常谈吗：投资只需要学习两节课……。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是的，我们这些小散，回报最终主要还是靠股价变现。但很不幸，无数大师用铁的历史和逻辑证明了：盯着股价的，常被市场先生掏了腰包。盯着企业价值的，却常捡到市场先生的钱包。因为，股价必有机会等于或高于企业价值，是股市里（很想加“ 唯一” 二字的，但为了不吵嘴，还是算了）确定会有兔子来撞死的树桩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20161023 格老门与巴神堂之争

下午跑完步，收拾完毕，陪我家领导出去吃了饭，回到家中已经快九点了。点开雪球，看到财主发帖鄙视巴神堂。翻了一下评论，人气很高，评论七八百了，基本一边倒超过九成赞成财主。老唐不服气，出来发了个杂音。发完贴后，觉得这个杂音还有点价值，收在唐书房里。起因，财主发帖说，他的投资体系就是“ 低估逆向平均赢，排雷排千平常心” ，而努力研究企业的人，可能都是自视过高了（这不是原话，是老唐理解的意思），老唐回复如下：首先，格老门和巴神堂都能赚到钱，这个没什么好争论的。财主质疑的也不是这，大致是想表达学巴神比学格老困难的多，普通投资人何必选一条困难的路走呢！—— 没理解错吧，财主？

就投资口号而言，财主的“ 低估逆向平均赢，排雷排千平常心” ，或者奥特曼的“ 低估分散不深研” 都挺好。而且就是走巴神路线的人，好像也对此没有什么争议，老唐就多次表达了对财主、佐罗、奥特曼等人投资体系的认同。 而且，就投资理念而言，两派的分歧并不大。比如，套用财主的话，我觉着自己的投资理念同样可以表述为“ 低估优势赢平均，排雷排千平常心” 。

怎么解释呢？后半句直接套用财主的说法，或者直接用老唐的《手财》副标题—— 财报是用来排除企业的—— 均可。做投资的，当然排雷排千是第一要素，不掉进陷阱、不出现本金的永久性亏损，是投资者获取长期复利的重要条件。至于平常心嘛，就是别去眼红别人一时之间获利比你更多，或者某种方法技巧比你获利多。只要将期望值定在长期获取高于社会平均资金回报，并将所谓牛市带来的高收益视为意外惊喜，我觉着都算平常心。前半句，我改了一个词，调整了一个字的顺序，可以说道说道。追求低估，是格老门和巴神堂的共同原则，至于低估多少属于可以接受的程度，那更多的是投资艺术的一面，没什么好争议的。倒是对于什么是低估，两派有着根本的区别。格老门偏向于从资产角度看，最好远远低于资产重置价值，这为低估。巴神堂偏向于从收益角度看，最好付出的市价远低于未来从这个企业中可获取的现金，这为低估。的确，对后者的认识毕竟涉及未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

来，要稍微复杂一点。但前者也并非看看pb ，看看pe 就足够的。是简单一点，但也没简单多少。有区别的，是财主讲的是“ 逆向平均赢” ，我说的是“ 优势赢平均” 。

所谓“ 逆向平均赢” ，包含三大核心要素，第一与市场逆行，第二尽可能分散，第三，站在大概率胜的一面。所谓“ 优势赢平均” ，同样包含三大要素，第一选择具有明显竞争优势的企业，第二站在大概率胜的一面，第三获取超越市场平均水平的报。

这里，区别主要有二，一是财主讲逆向，跟大多数人对着干，难题在于谁是大多数，怎么认识。比如今天雪球的银粉是不是大多数？现在要跟大多数人对着干，该买还是该卖？老唐则不考虑什么向不向，我自盯着价格价值差走，至于其他人，爱顺爱逆， 请自便。这样的后果，也许我们有时跟市场同向，有时跟市场逆向，但那只是表象；区别之二，是财主讲平均赢，是指输输赢赢都有之后的总结算，获利。老唐说的是赢平均，指每次下注，都要有证据和逻辑证明回报率会高于平均回报率。

也不难理解，在同样低估的情况下，举例子说，假如老管和老黄在2013 年某一时刻，同时决定用部分资金投入低估的白酒行业，此时，老管可能选择茅台+ 五粮液+ 泸州老窖+ 洋河股份+ 山西汾酒，老黄可能选择茅台+ 茅台+ 茅台+ 茅台+ 茅台。因为老管讲究不深研，选择用分散来弥补自己所知不深，分散买五星到一星，追求获取（5+4+3+2+1 ）/5=3 的回报。而老黄追求深入研究，选择其中自己更理解的，经过研究认为更有竞争优势的企业，追求（5+5+5+5+5 ）/5=5 的回报，结局就是如果老黄本来研究出茅台是5 星，事实上茅台是5 星、4 星或3 星，那么老黄赢老管；反之如果老黄认为茅台为5 星，结果是2 星、1 星甚至零星，那么老黄输老管。

所以，老黄的成败，由他的研究结论和事实究竟有多大差异决定，如果他所研究的东东，品质超越平均水平，老黄收益不会差。而看懂一家企业究竟是不是高于行业平均水平，很难吗？也许吧！难者不会，会者不难。不付出，当然难。我觉着两边仅此而已，没什么高下之分可争的。各人选自己性格上可以接受，投资上能够坚持的体系就好。再次申明：格老门的投资体系很好。我知道它能赚钱，但就是学不了、做不到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

那为什么本帖评论区一边倒的赞同财主呢？我的理解，财主给了很多人一个懒惰的借口。似乎只要走上管财主指出的金光大道，只需要随便点点鼠标，看看哪个低估，然后买个1% 或者2% 的，反正每天此起彼伏的，东边不亮西边亮，天天有涨有跌的，心理比较容易接受。　　一种很简单，不费事，轻松即可拷贝，并且经过巨V （名字学自毛巨师）背书肯定能赚到钱的理论，多嘚！反而，类似老黄老唐那种，张嘴就要你先看企业及其竞争对手最近十年的财报，再来讨论这个企业…… 天哪，好难！ 然而，财主真的那么轻松惬意吗？恐怕不是你看到的那么容易。凡是说投资容易的，一般都是郑渊洁一党：写童话的。没有哪种投资方法是容易的。管财主关注几百只股票，每天要把交易所所有公告全部看一遍，不仅关注国内的，关注香港的，还关注美帝的、德国的、巴西的…… ，不仅看公告，但凡看见能初步入眼的企业，还要看财报，要拆解企业资产，给各块资产估值，财主将其命名为“ 翻石头” 。你希望学习财主的“ 低估逆向平均赢，排雷排千平常心” ，只要学会怎么鉴别低估高估，怎么找到别人的方向，怎么看出地雷，怎么躲过老千，然后能够像财主一样勤奋去翻石头就行了。难不难？我不知道，反正老唐早说过：我明知道那样能赚钱，我自问做不到。 至于老黄，则属于扎硬寨打呆仗，一个行业一个行业的拱，一个企业一个企业的去熟悉。不追求自己成为多么顶尖的水平，只要超越市场参与者的平均认识就好。对一个行业研究越深，对行业内的信息变动越敏感，对企业跟踪需要做的事情就越少。也许老黄这辈子可能就研究了七八个行业，三五十家企业，前年在雪球说公司甲乙，今天在雪球上说公司甲乙丙，二十年后，说公司甲乙丙丁戊，很无趣，不新鲜。但又不要勾粉，要新鲜干什么呢？那谁不是说过嘛：“ 投资真的很简单：你只需要找到一些你掌握很多信息并能理解的公司，然后和这些公司绑在一起就行了。就是这样。”—— 注意，说的是“ 简单” ，可不是“ 容易” 。

说完了。 补充一点：无数次地看到了有人用马化腾低价卖出腾讯股票来说研究企业之难，其实那只是证明了研究某类企业很难。有一尺高的栏，就别想着见栏就跳，这是所谓能力圈的核心要点。

这次真的说完了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20161109 优势赢平均

连续多篇企业分析文章，一大堆经营数据，不少读者说吃不消了。那就停停，今天写一篇特别轻松简单的理念类文章，算是给大脑做个课间操吧！以后我也尽量控制一周双更，只是尽量，不保证！我老觉着有好多东西想码出来，哈哈！

—— 暂时把视线从刷爆屏的总统之争上移开吧！看看热闹吹吹牛可以，但个人的投资体系，越少和政治热点挂钩，生存和获利的能力会越强。反之亦成立。巴神曾这样谈过他对宏观和政治因素的看法：“54 年来，我们从来没有因为宏观和政治环境的因素或基于其他人的看法而放弃买入某只具有吸引力的股票。事实上，这些不是我们做投资决策时会考虑的因素”—— 巴菲特2013 年致股东信。

书归正传。记得上次老唐写《格老门与巴神堂之争》的时候，提到过我的投资理念也可以简化成口诀：低估优势赢平均，排雷排千平常心。今天咱们就来说说这个“ 优势赢平均” ：什么样子的股票，才是具有优势，能够赢过平均水平的呢？

长期挣钱，日子过得滋润的企业，通常有些什么特征？你头脑里一下子涌出来的答案可能很多，也很混乱。实际上前辈投资大师们早已给我们总结过了，他们的共同特征是：提供的产品或服务具有三个特性① 被需要② 很难被替代③ 价格不受管制。

逻辑上也很容易推理，如果一家企业的产品或服务不被需要，那肯定没钱赚，结局早已草书于额头：死（不信，你现在生产竹制厕筹试试。啥是厕筹，别问老唐问娘！）；如果一家企业的产品或服务没有什么差异性，很容易被替代，那最终结局就是价格战。杀敌一万、自损八千，生生便宜购买方，企业不死也只能苟活着；如果一家企业的产品或服务价格被管制，它必然很难获取高额利润。比如就拿老唐前三大持仓茅台、国投、民生来说。首先，他们的产品或服务无疑都是被需要的，白酒、电力、资金及财富管理。

其次，就被替代的难易程度而言，茅台作为高端酱香酒，被替代的难度最高，竞争对手提供的产品与其有明显的口味差异性；国投的水电部分也比较难以替代，因为替代品的生产成本均远高于水电。火

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

电部分则很容易被替代，近于无差异化产品；银行的资金及服务，被替代的难度介于水电之后，火电之前。一般来说，民生银行能提供的金钱或服务，绝大部分也能在其他银行获得。

最后，就价格管制而言，茅台酒价格无管制（2013 年被发改委罚款，并非出厂价被管制，而是因为茅台公司限定经销商向消费者销售茅台酒的最低价格，违背垄断法）；银行服务价格以前大部分被管制，目前存贷款利率基本市场化，但仍接受央行的窗口指导，加上部分服务价格依然有管制，总体算轻度管制吧；国投的电力产品价格，则属于完全被管制，无论水电还是火电。在被需要、难以替代、无价格管制的基础上，上世纪八十年代，哈佛商学院教授迈克尔. 波特在其经典名著《竞争战略》一书中，细化并提出了著名的“ 波特五力模型” 。

他认为，每个行业中都存在着决定竞争规模和竞争惨烈度的五种力量，分别是进入壁垒、替代品威胁、买方议价能力、卖方议价能力以及现存竞争者之间的竞争。如下图：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



这个波特五力模型，是现代MBA 、EMBA 必修课。它对于投资者而言，同样重要。我们怎么去选“ 优势赢平均” 的企业？简单的说，就是去找在这五个角度上尽可能多地占据优势的企业。依然拿茅台举例。

进入壁垒：至少存在三大进入壁垒，一，白酒生产许可证，目前已经不批，潜在竞争者，只能通过收购现有白酒企业的许可证进入；二，酱香白酒生产周期长，需要资金大、对熟练酒师的数量和质量要求都很高；三，高档酱香白酒需要数十年老酒参与勾兑，竞争者无法形成有威胁的竞争规模（要么小量同质，要么大量低质）；

供应商议价能力：供应高料和小麦的农民，议价能力非常小，粮食种下去的时候，就已经间接和茅台签定了长期供应合同了；

购买者的议价能力：购买产品的经销商议价能力近于零。当市场零售价格上升后，茅台公司仅需一纸通知，即可变更出厂价，获取超额利润；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

替代品的威胁：同档次内，没有可以完全替代茅台的酱香型白酒。近似替代品，有五粮液，1573 ，梦之蓝等，然而无论是自饮还是请客，替代品和茅台无论在口味习惯上，或是档次定位上，均有明显差距，只能作为备选；

行业内竞争程度：高端白酒市场处于差异化竞争状态，各自诉求不同的口味和情感定位，各自锁定自己的基本盘，全体处于高毛利状态，竞争程度较浅。

综上所述，经过波特五力模型分析，茅台公司在以上五个方面均占有竞争优势，可供公司选择的经营模式很多。

如果我们再拿这个模型，套一下国投、民生，你会发现他们在某一方面甚至某几方面，是处于竞争弱势的，因而，可供公司选择的经营模式有限。出于篇幅考虑，就不一一展开了，各位有兴趣可以自己试试。你也可以用这个模型套一套你持有的或者感兴趣的公司。

学习了“ 波特五力模型” 后，当我们面对一个新接触企业时，就有了一套章法去应对，不至于老虎吃天-- 无处下爪。而且，通过这样一个个的拿模型去“ 生搬硬套” ，我们不仅能够更加深刻的理解企业竞争力所在，也会慢慢发现，原来这世界真的存在一些“ 结果必然如此” 的企业。当然，数量是稀少的，而且常常不便宜。所以巴菲特自己也在致股东信里写到：就我们自己的投资组合而言，除了少数几个“ 结果必然如此” 的企业之外，我们也只能再添几个“ 大概率胜出” 的公司了。什么样子的公司又是大概率胜出的公司呢？抽空再聊。说到这些结果必然如此的企业，想起前几天雪球头条推送的编程浪子兄的一篇文章，题目叫《股市亏钱的21 种姿势》，文中表达的意思和我10 月11 日发表的《你靠什么在股市生存？》一文类似。

浪子兄在文章中说到：决定我们每一笔投资的结果的关键因素有4个：买入时公司的质地和估值；卖出时公司的质地和估值。然后浪子按照优质、平庸、垃圾三种质地，和高估、合理、低估三种估值，作出了81 种排列组合，并对其结果制表罗列（真耐心，赞），找出了导致亏损的21 种情况，如下表：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

姿势编	买入质	卖出质	买入估	卖出估	结果	实际
11	优秀	平庸	高估	合理	亏损	
12	优秀	平庸	高估	低估	大亏	
15	优秀	平庸	合理	低估	亏损	
19	优秀	垃圾	高估	高估	大亏	
20	优秀	垃圾	高估	合理	巨亏	
21	优秀	垃圾	高估	低估	亏得妈都不认识	
22	优秀	垃圾	合理	高估	亏损	
23	优秀	垃圾	合理	合理	大亏	
24	优秀	垃圾	合理	低估	巨亏	
26	优秀	垃圾	低估	合理	亏损	
27	优秀	垃圾	低估	低估	大亏	
39	平庸	平庸	高估	低估	亏损	
46	平庸	垃圾	高估	高估	亏损	
47	平庸	垃圾	高估	合理	大亏	
48	平庸	垃圾	高估	低估	巨亏	
50	平庸	垃圾	合理	合理	亏损	
51	平庸	垃圾	合理	低估	大亏	
54	平庸	垃圾	低估	低估	亏损	
74	垃圾	垃圾	高估	合理	亏损	
75	垃圾	垃圾	高估	低估	大亏	
78	垃圾	垃圾	合理	blog.sina.com.cn/epicure2010		

各位仔细看，亏损的情况有21 种，其中10 种是购买现有的平庸或垃圾公司造成的。这意味着，如果我们永远只将目光投向买入时就是优质的企业（未来可能优、可能平庸、也可能变垃圾），那么，亏损姿势缩减为11 种。

在这11 种亏损姿势中，又有5 种情况是高估买入造成的。这5 种情况又可以很轻松地用一条规则避免：凡是市盈率高于市场无风险利率倒数的一律不碰。即假如市场无风险利率为4% ，所有当前市盈率高于25 倍的股票，一律不碰。还剩几种亏损状态呢？6 种，全部是由企业变质引起的。它们分别是：

你仅仅使用两条最简单的规则——① 只买过去和现在具有竞争优势的公司；② 市盈率高于市场无风险利率倒数的一律不买—— 就站在了大概率赢的一面。躲过了21 种赔 钱姿势的15 种，还需要担忧是能不能挣到钱吗？因而，老唐的个人建议，要在股市里生存和获利，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可以先以“ 求不败” 的姿态入手：① 只与波特五力模型显示具备某些竞争优势的企业为伍。拒绝垃圾股、题材股击鼓传花游戏暴利的诱惑；② 拒绝在高市盈率水平买入；③ 认真跟踪持仓企业信息，对企业竞争优势受损、可能导致变质危险的动态保持敏感。

难吗？不难吧！但真要做到其实也不容易，否则市场里为什么会有那么多人亏钱呢？如同跑步，不过是向前交替迈开双腿而已，然而……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20161011 你靠什么在股市生存?

股票带给我们的回报，主要体现在股价的变化上（股息因素可以反向除权，加回到股价上观察）。而股价P= 市盈率PE× 每股盈利Eps。

这是从市盈率的公式PE=P/E 转换而来的数学公式，是套套逻辑，永不会错。从计算意义上说，没什么用，但它提供了一个思考角度。

为了忽略公司股本送配等因素的干扰，可以将上面的公式前后都乘以总股本，变成总量概念，即：公司市值= 市盈率× 净利润。由这个公式，我们得知，股价（公司市值）变化有两个源头，一个是市盈率的变化，一个是净利润的变化。如果将这两个因素的组合，可得矩阵如下：

市盈率 / 净利润	升高	不变	降低
增加	①↑ ↑	②↑	③?
维持	④↑	⑤—	⑥↓
减少	⑦?	⑧↓	⑨↓ ↓

唐书房

这张简单的表格，可以促使我们思考：钱从哪里来，我准备去赚哪一部分？

钱从哪里来？很明显，①②④ 就是来钱之处，其中尤以① 最过瘾，即所谓戴维斯双击区域，而⑥⑧⑨ 比较惨，属于送财童子。

你准备去赚哪部分钱呢？换个说法，在这个九宫格里，你准备脚踏何处安身立命？以老唐观察，市场参与者主要有三种选择类型：①来股市花钱打发时间的。大部分人属于这一类，没有自己的投资体系，不知道自己要在哪里安身立命，将股市投资视为博彩，主要依赖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

别人分享代码或者干脆跟着感觉走，输赢听天由命。当然，天，还是很厚道的，一般是求仁得仁：钱花了，时间打发了，结束。这里的别人，主要包括亲朋好友、传说高手、网络神人、电视股评、券商员工、媒体写手等；② 赚取市盈率变化的钱。或由于持股期限短（以月或日为单位），一般预期企业利润不会发生大的变动，或对企业利润变化持不可知态度，主要意图站在④ 位置，获取市场情绪变化导致的市盈率升高带来的股价增长利润。此类还可分为AB 两种：

A 型，侧重选择市盈率低于甚至是远低于市场平均水平，或市盈率低于甚至是远低于该公司历史平均水平，意图获取市盈率回归市场平均水平或该公司历史平均水平，带来的股价变化利润。

市场上常见的师从格雷厄姆、施洛斯、邓普顿等人，以及网格交易派、以PE 位置来决定对某些指数或ETF 投资仓位的，指导思想大体都属于本类。主要特点是依赖低估、分散和常识，不追求局部得失，乐意承受概率损失，获取总体上的回归利润；（回归，还记得老唐前面谈过的15pe 那篇文章吗？）

B 型，不在意当前市盈率高低，依赖某种判断，认为未来市盈率会提升的，意图获取市盈率升高带来的股价变化。市场常见的技术图表分析流派—— 无论是跟随派或逆转派，以及预测和追逐基本面热点的流派—— 新闻联播党和宏观牛熊党，基本属于这一类。B 类也是网络上最容易受到追捧、最多股神故事、最容易换来粉丝金钱和人气的类型；③ 赚取企业净利润变化的钱。可分为CD 两种类型。

C 型，所谓价值投资者，以伴随企业成长为核心，以收获市盈率变化为意外。又可大略的分为当下选择低市盈率、更强调安全边际的所谓“ 纯正夹头” ，和更注重企业未来成长、在市盈率方面放的比较松的成长股投资者两种。其目标是占领① 和② 区间，特点是注重对行业前景、企业财报及同行竞争等领域的深度研究；

D 型，重组或逆转股投资者，以企业利润水平即将发生根本性逆转为前提，实施投资。这类投资，专业预判和灵通消息兼而有之。所谓专业预判，指对企业重组或行业逆转的可能性进行研究，通过广泛埋伏于具备重组或逆转可能的目标企业中，守株待兔等待重组发生或者宏观环境的变化，获取企业净利润大幅变化带来的利润。所谓灵通消息，你懂的，每一桩重组案里面，几乎不可能少了内部人吃肉的机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

会，关键问题是你是否有资源交换到这样的消息，以及是否有能力承担交换的后果。以上类型，就是老唐眼中的股市众生。对于这些模式，从获利概率上排列，我的排序是从大到小=ACDB① ；从学习难度上排列，我的排序是从易到难=①DACB 。无论从全球以及中国的历史经验上看，或是从背后的逻辑支撑上推理，成功者主要集中在AC 两类。至于选择走哪条路，我觉着每个人都应该好好花时间想透这个问题。

推到尽想，打破砂锅问到底，理一理自己的爱好和优劣势，掂量掂量自己乐意在哪方面付出努力，哪方面可能取得对其他人的局部优势，自己究竟能靠什么在这个市场生存？

要规避做送财童子的命运，你必须得在这个问题上花时间。真的，相信老唐，这问题，比几个涨停板的代码，重要一百倍。

20161223 股市获利的路径和逻辑

股市获利的路径和逻辑（上）

一个人，带着自己积累的财富进入股市，本着对自己负责的态度，首先应该思考：我是来寻开心的还是来赚钱的？如果是寻开心，当然怎么高兴怎么玩，玩了之后居然有赚，开心。玩了之后为开心付费，天经地义。但若目的是为了赚钱，那么可能需要继续思考：我的利润从哪里来？我凭什么认为自己可以赚？

10 月11 日，老唐在书房发表了《你靠什么在股市生存》一文，谈到了ABCD 四类不同类型的投资者，各自依据什么去获取股价变化带来的利润。今天，接着上回的话题聊“ 引发股价变化的基础是什么”。

大量前辈们的研究表明，股价变动的基础有三种来源：① 企业经营增值；② 公司高价增发新股或分拆下属子公司ipo 融资；③ 投资者情绪的变化，引发股价的无序波动。前两项是市场参与者购买的目标资产发生了变动；第三项则是市场参与者之间以企业股权为筹码的博弈，与企业没有关系。

下面分类聊。

企业经营增值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一个国家的经济运行结果一般以GDP 衡量。GDP 是“ 国内生产总值” 的缩写，它指一个国家一年内新增加的产品和服务的价值总和。正是这些新增加的产品和服务，提供了人们吃穿用住行以及社会扩大再生产所需。人类的生存和发展及其需求的不断增长，推动着GDP 的持续发展。纵观人类发展史，特别是近现代史，可以清楚地做出判断，人类社会所创造的产品和服务总量是持续增长的。

国民经济是人的生产劳动成果，也由人及其组织分享。如果按照参与创造和分享GDP 的主体区分，它由四个部分组成：一是中央政府和地方政府拿走的税费；二是参与GDP 创造的个人的收入；三是非营利部门获得的捐赠和服务部门提供的中介服务费用；四是企业的盈利。除非某一特定时期的极端情况导致人类文明和经济倒退，否则，人类将长期维持GDP 的持续增长（背后的原因，是人口增长、土地等资产的产出、交换和分工的深化及其带来的知识积累。这部分与投资关系不大，不扯远了）。

显然，一国所有企业作为一个总体，不仅能够分享利润，而且所分享的利润是持续增长的。在现代经济中，一国GDP 的70 ％左右是由企业创造的，且由于企业的盈利能力高于个人和中间组织。所以，企业的生产经营成果不仅左右着一国GDP 的结果，而且优于以GDP 所反映的社会整体新创造的产品和服务价值（四个部分的加权平均值），投资于全部企业回报会高于GDP 平均增长。

企业是追求收益的经济主体，没有收益，就没有企业长期存在的理由。另一方面，企业能够创造较高的收益，是因为企业这种经济组织比个人、家庭或政府有更低的交易费用支出—— 通过深化分工、专业化协作，以及对利润的激励和对损失的惩罚机制等原因（若有对这部分内容感兴趣的朋友，可以阅读诺奖得主、新制度经济学鼻祖罗纳德. 科斯的《企业的性质》—— 这是他1991 年被授予诺贝尔经济学奖的主要贡献）。

虽然上市公司不见得各个都是优秀企业，但由于有利润、盈利能力、后续融资可能、上市费用支出等多种条件的筛选，总体来说，上市公司收益水平高于全社会所有企业平均水平。无论是中国证券市场２０多年的运行情况，还是发达国家更长时间的实践，都证明了这一点。有研究表明，1995 －2014 年的20 年跨度里，天朝全部企业的净

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资产收益率（ROE ）保持着年均近10% 的水平，而同期上市公司的净资产收益率则实现了年均大于12% 的水平（别小看2% 的收益率差距，20 年时间里，12% 收益率资产赚到的利润是10% 资产所获利润的150%+ ）。这意味着，如果买下全部上市公司，将能够获得超越全社会企业平均收益水平的经营收益。

接下来的推理更简单了，所有上市公司中净资产收益率高于12% 的企业，其盈利能力会高于上市公司平均。哈哈，这其实是一句废话，但往往被人忽略。这句废话意味着，如果通通都按照净资产买下所有ROE ＞12% 的企业，长期来看，这些企业将赚到高于上市公司整体，更高于全社会整体的利润—— 这其实就是巴菲特投资框架的全部奥秘。老唐以前曾随手在雪球发过一个这样的帖，说的就是这个原理：

老唐书念得少，喜欢简单粗暴。简单粗暴的说：巴菲特思想被太多人弄玄乎了。他只不过认为：

1 ）一个优秀的企业，能跑赢社会财富平均增长速度。就好比班上的前三名成绩会高过全班平均成绩一样明显；

2 ）如果能够能以合理乃至偏低的价格参股这些优秀企业，长期看，财富增长速度也会同样超过社会平均增长速度。古今中外有不计其数的成功商人，都这么干的，毫不神秘、也不难懂；

3 ）他找到市场先生这个经常提供更好交易价格的蠢对手；

4 ）他很早就发现并利用了保险公司这个资金杠杆。于是，股神练成了。

对我们而言，第4 条可能机会很少，但懂了前三条，专心寻找优秀企业，等待合理或偏低的价格，也许你永远成不了巴菲特，但你也成不了穷鬼。完毕。

股市获利的路径和逻辑（下）

融资增值

持有上市公司股票，还有一项额外的利润来源，那就是上市公司的融资权利。当上市公司以高于净资产的价格向其他股东增发新股，或者按照高于净资产的价格拆分某部分资产独立上市融资，这些通常被称为圈钱的行为，如果我们是股东，就是我们圈别人的钱来增加自己拥有的企业净资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但必须要补充一点，上面说高于净资产值融资会增加企业净资产，但并非意味着高于净资产融资，新股东就是划算的。比如老唐就曾经呼吁反对过国投电力7.95 元向大股东增发（当时股价约7 元）。国投每股净资产4 元出头，7.95 元增发的确增加了企业净资产，但却并非增加其他股东的利益。因为这个4 元，其盈利能力对应的价值高于7.95 元，如果大股东想7.95 元要，完全可以到市场去买其他对国投估值低于7.95 元者手里的股票，这样就不需要强迫其他股东跟着出让股权。

也许国投这个案例还不够明显，另外假设一个对比悬殊的例子来说明。茅台2013 年市价100 元的时候，每股净资产约40 元，总股本10.38 亿。假如当时茅台意图向某新股东增发3 亿股，每股120 元（新股东投入360 亿，总股本变成13.38 亿股），不仅是净资产的3 倍，也高于市价20% 。如果孤立的以增加净资产就占便宜的角度看，似乎120 元定向增发挺划算，应该投赞成票。

然而，从公司所有权角度看，老股东让渡了约22.5% 的公司所有权给新股东；从净利润角度看，2013 至2016 年，茅台净利润总和近630 亿，新股东拥有了其中的约142 亿；从分红角度看，4 年里新股东合计收到现金分红约58 亿（假设2016 年分红85 亿，4 年累计现金分红近260 亿）；从市值角度看，今天4000 多亿市值，新股东占有其中的900 多亿…… 不管从哪个角度看，新股东回报都高的惊人。这些本该属于老股东所拥有的收益，就通过“ 高” 价增发的把戏被新股东拿走了。

以上题外话，想说明一个道理，高于净资产的融资会增加企业净资产，但不一定对老股东有利。只有明显高于企业内在价值的融资，才会增加老股东利益。

在A 股市场，高价发新股或者增发新股比较常见，极端形式就是IPO 上市，给原老股东带来巨大的财富。拆分旗下资产或子公司独立上市，虽然国内还比较少见，但道理上就是将一块资产拨出来高价卖掉部分股权。这些很容易理解，老唐就不啰嗦了。

短期内股价的无序波动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股市最诱惑人的，恰恰是这个短期内的无序波动。之所以说它是“ 无序” ，因为自股市诞生几百年来，无数顶级聪明人都在花费心血，力图找到股价波动的规律。只要找到一种把握股价波动的方法，哪怕每个月有一次高抛低吸获利10% 的能力，就能靠10 万本金，在10 年变成约百亿净资产富豪，登上中国福布斯排行榜前100 名。然而，无数理论和实践，都证明人类没有能力掌握股价的短期波动——至少截止目前没有这个能力。

以上三个利润来源中，前两个因素整体是获利的，而且因为第二个因素的原因，获利率会高于上市公司平均净资产收益率，这个是确定的。第三项追逐短期波动的人，因为印花税和佣金的存在，整体是亏损的，这也是确定的：按照2015 年254 万亿交易量，0.1% 印花税和万2.5 佣金计算，净亏损3175 亿。以中登公司披露的2015 年底共计5077 万位持仓者计算（一个身份证无论几个账户，在中登都算一个），人均亏损超过6000 元。当然，其中必然有少部分人因为好运气、内幕消息或者其他某些因素，收益率高于平均值，表现为获利甚至是暴利。

因此，目标获取前两项利润来源，你位于水面不断上升的池塘里。如果智商和知识是平均水平，你就能确定性获取略高于GDP 增长的收益率；如果你还能略高于平均水平，那就能获取超额回报；即便是略差于平均水平（只是不是差太狠）你依然能够保持正回报；只有在你的智商和知识水平大大落后于平均水平状态下，才可能导致亏损。

而意图获取第三种利润来源，至少要求你在所有参与博弈的人群里，无论能力、知识和运气都需要高于平均水平才能力保不亏。反之，无论你是等于平均或者落后于平均，都是额头一个大写的草书—— 死！不知道你是否有把握确定自己的能力知识和运气都高于平均水平，反正老唐没有—— 也不能说没有，20 年前曾经有过。后来发现无论怎么熬更守夜、发粪涂墙，都只是随着运气和大势波动，无法获取确定性收益，时间稍微拉长，结局总是躲不开亏损和破产，然后就没这种自信了。

另外，博弈中的情绪变化，带来的股价无序波动，常常给意图获取前两种利润来源的人，带来额外惊喜—— 情绪性的股价大跌，常常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

给意图赚取企业经营增值者以远低于企业内在价值入股的机会，这又会是另一块搂草打兔子的捎带回报。

这个市场里，追逐短期波动的人，估摸着占9 成以上，无论他/她是否自知，这种行动体现了自信是高于平均水平的，可以获取短期波动收益的，来市场是准备从对手（说不定就是你的亲朋、老师、前辈、同行、上司、邻居）那里抢钱的。这样的打算下，每天的波动，都代表着打劫成功或者成功被人打劫。一两天的波动，一两个涨跌停，代表着一次打劫与被劫的胜利或失败，自然就会随着股价波动而亢奋、得意、意气风发或苦恼、焦躁、不知所措。

如果是冲着企业经营增值和占新股东便宜来的，必然会以长期心态持有，以划算价格买入。因为企业的经营增值，要靠生产销售人员一天一天、一单一单去积累，不可能一锄头挖个金元宝，等待是天然本份。同样，高价增发或分拆上市这样钓凯子的好事儿，不可能俩礼拜来一次，它常常以年甚至以数年为单位的。

有了这样的心理准备，无序波动的随机价值（远低于内在价值的买入和远高于内在价值的卖出），自然就可以当作锦上添花、薅羊毛。有了就薅一把，没有那是本份。有了这样的认识，当你7 折买入后，市价变成5 折，你也不会惊慌失措，不会手忙脚乱。那只不过是更多便宜，更多羊毛，有能力就继续笑纳，没能力就放手让跟你持同样投资体系的同好去吃—— 虽然你并不知道他/ 她究竟是谁。

这样，屏幕上那些每天跳来跳去的波动，就成了你眼中的白骨精画皮，是无法掌控的幻象，是诱惑人走向迷蒙的法术。穿过这些表象，盯住股票背后的企业经营及融资特权，你终于可以放心地长吟一句：一切短期波动，如梦幻泡影，如露亦如电，应作如是观。然后，安安静静、舒舒服服地享受学习，享受研究，享受阅读，享受思考，享受金钱自己滚进来的乐趣了—— 所谓的“ 好心态” ，就这样练成了。阿弥陀佛，善哉善哉！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20170208 宏观的幽默

—— 很多人催问浅印象系列。知道大家想看，但不是老唐偷懒，是自《年报浅印象3 》发布至今两周时间，因跨春节的原因，深沪两市只有1 家公司发布年报，还是个ST ，不足以成文。

前天发布的《1 月小结》一文，提到前年在雪球的一篇关于宏观的戏谑之作，不少朋友读后爆笑。其实另外还有一篇的，也是前年写的，同样是顺手回复别人的。

今天把这两篇凑在一起收进唐书房，做个资料存储，各位当幽默或者段子看即可。如果以后遇到类似的多空争论，你能拈花一笑，直接跳过，就算老唐的段子起到作用了。

段子1

缘起，青城山中鸟兄2015 年11 月某日发帖，标题为《千金购买看空A 股的理由》，内容如下：

千金购买看空A 股的理由

我先罗列理由如下：

1 、经济形势不好；

2 、汇率贬值预期；

3 、中小市值股价高耸入云；

4 、看空成主流，机构仓位普遍较轻；

5 、IPO 和大股东减持政策恢复；

6 、注册制制度实施逼近；

7 、严厉打击庄股和内幕交易（含调查公募基金）；

…………

还有哪些？欢迎补充，有理有据且逻辑自洽者，每给出一条补充理由奉送雪碧50 枚。那就让我们开始吧……

老唐回复：

鸟兄列举的理由可以按需处理：

1 、经济形势不好；

—— 看空：股市是经济晴雨表，经济不好，股市很难走好；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

—— 看多：经济形势不好，可能引发刺激政策出台。股市是经济的领先指标，一般会领先6 到23 个月反映经济状况，经济不好就是股市上涨的理由，牛市可期。

2 、汇率贬值预期；

—— 看空：汇率贬值预期，将引发资本外逃，诱发资产抛售浪潮，造成股市下挫；

—— 看多：汇率贬值预期，增强中国外贸竞争力，带动经济复苏，并加大境内货币投放。两者共振，牛市可期。

3 、中小市值股价高耸入云；

—— 看空：从来没有树能涨到天上去，均值回归必将导致泡沫破裂，股市暴跌；

—— 看多：中小市值股价高耸入云，创造财富效应，刺激消费。同时，改变A 股定价中枢，提高整体估值，牛市可期。

4 、看空成主流，机构仓位普遍较轻；

—— 看空：主流资金避险思想严重，入市欲望不强。无资金推动，股市不可能上涨；

—— 看多：多头才是杀跌的动力，因为他们手头都是票。空头才是牛市的主力，因为他们手头都是钱。股市亘古不变的定律：多数人从来都是错的。这次也不例外，牛市可期。

5 、IPO 和大股东减持政策恢复；

—— 看空：圈钱一触即发，抽血必将导致市场崩塌；

—— 看多：股市的核心作用便是融资，失去融资功能的股市是残缺的。此时管理层敢于恢复ipo 和减持，足以证明股市恢复了健康向上的状态，且后续非常可能出台一系列保驾护航政策呵护融资的顺利成行。市场不缺资金，只缺信心和注意力，一旦ipo 放开，市场注意力将被打新的赚钱效应吸引，引发存款搬家，推动市场上行。牛市可期。

6 、注册制制度实施逼近；

—— 看空：一大波吸血鬼来了，股市雪崩；

—— 看多：注册制下的良性竞争，才能使良币驱逐劣币，长期利好股市，牛市可期。

7 、严厉打击庄股和内幕交易（含调查公募基金）；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

—— 看空：打击庄股和内幕交易，严重压制股市活跃性，打击市场参与热情，大资金必将逐步远离股市，促成股市进入长期下降通道；

—— 看多：严刑峻法才能促成良好投资氛围，让股市真正成为资本参与产业的途径。打掉依附在投资者身上的骗子和吸血鬼，市场的活力必将进一步提升，最终促使市场进入长期健康向上的道路。牛市可期。

8 、…………………

结论：脱离了具体公司估值谈多空，都是“ 父在母先亡” 的话术，怎么说都有对的，怎么说都有错的，怎么说都是有理的，怎么说都是没用的，怎么说都是浪费生命，怎么说都是自我麻痹…… （换稿费除外）

段子2

缘起，同样在2015 年11 月，“ 时间紧急，不多说了” 版权所有人大隐无言发帖，标题为《大盘暴跌 千股跌停》，帖子内容如下：

大盘暴跌 千股跌停

时间紧急，不多说了。下周大盘的形势非常明朗：暴跌，千股跌停。理由简单地归纳一下：

一、10 月银行贷款下降到5000 亿，宽松货币政策失效。面对典型的流动性陷阱，不要再指望双降了，传统产业已经产能过剩、衰退和萧条，新兴产业能吸纳的资金有限，放再多的水也没有用。

二、大宗商品价格继续大跌，实体经济崩盘。全行业亏损了，石油价格、煤价、钢价、铜价还在下跌，比价格下跌更可怕的是没有需求，一些做实业的朋友反映现在最大的问题是降价也没人买，这才是最可怕的。继恒鼎后，山水水泥债务违约曝光，亏损、债务违约、三角债，资金断流、破产等开始浮现，很快会蔓延开来，实体经济崩盘潮将来临。

三、人民币贬值压力山大，连续两周大跌，已跌到9 月以来的新低。一旦跌破汇改时价格，可能引发恐慌性抛售。保汇率已成为最紧急任务，股市等必须让路了。

四、外围股市大跌，全球金融危机警报再次拉响。亚太股市早已跌回到了9 月底，本周四、周五美股连续两日大跌，嘉能可股价又开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

始暴跌，情形很像雷曼兄弟破产前。更有传言俄罗斯可能全面国际违约和赖账。

五、压缩融资杠杠政策出台。政策信号十分明显，对恶意做多的多头当头一棒。更带来沉重的资金压力，初略估算，将减少融资4000亿以上。

六、新股发行紧锣密鼓，各种板都准备推出了。节奏超预期，各方圈钱抽水真是急不可耐。

七、巴黎恐怖袭击案。引发新的不确定性和恐慌，对本已处于下跌态势的国际金融市场是雪上加霜。

八、时间窗口关闭，多头相互践踏。下周五，新股公布招股书，炒新开始。12 月初美联储议息，明年一月初，禁售令等到期。多头只能玩跑得快、相互践踏的游戏了。

九、恒指期货和A50 期货都是大跌。

最佳策略就是现金为王，空仓，手握现金，等危机爆发后再抄底。

老唐回复：

时间紧急，不多说了。下周大盘的形势非常明朗：暴涨，千股涨停。理由简单地归纳一下：

一、10 月银行贷款下降到5000 亿，财政宽松政策箭在弦上。配合年前可能还有的一次霜降，大水蔓延，传统产业已经产能过剩、衰退和萧条，新兴产业能吸纳的资金有限，大水必将借着各种渠道进入资本市场。

二、大宗商品价格继续大跌，对于资源进口国的天朝，大大利好。进口通缩创造大肆放水机会，博士不能不用，不会不用。继恒鼎后，山水水泥债务违约曝光，亏损、债务违约、三角债，资金断流、破产等开始浮现，再不注入资金，恐实体经济崩盘潮将来临。

三、月底人民币加入特别提款权篮子，几乎板上钉钉，由此带来各国央行近万亿人民币配置需求，人民币升值之旅已成明牌，为对冲人民币升值压力，放水已成为最紧急任务，股市必将搭上顺风车一路向北。

四、外围股市大跌，全球金融危机警报再次拉响。亚太股市早已跌回到了9 月底，本周四、周五美股连续两日大跌，嘉能可股价又开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

始暴跌，情形很像雷曼兄弟破产前。更有传言俄罗斯可能全面国际违约和赖账。国际资金进入估值洼地避险需求强劲，香港及中国股市是首选目标，更是带来牛气冲天。

五、压缩融资杠杠政策出台。政策信号十分明显，对恶意做多的多头当头一棒，维护慢牛走势态度明显。原有融资政策不变，新融资政策明白稳定，初略估算，将增加融资4000 亿以上。

六、新股发行紧锣密鼓，各种板都准备推出了。节奏超预期，显示政府对于后市走势有充分把握，放心大胆让各方圈钱抽水。

七、巴黎恐怖袭击案。引发新的不确定性和恐慌，对本已处于下跌态势的国际金融市场是雪上加霜。由此将直接促使国际热钱进入政局稳定，经济增速高达6.5% 的中国市场避险，必将抬高中国资产价格。

八、时间窗口关闭，多头相互践踏。下周五，新股公布招股书，炒新开始，全体股市参与者获得天降打新红利，势必新发围观资金入市抢筹。12 月初美联储议息，明年一月初，禁售令等到期。多头只能在此之前大玩跑得快，争分夺秒拉高股市，获取年底吃饭行情。

九、恒指期货和A50 期货都是大跌。下周有强烈反弹需求，估值和技术的反弹配合共振，下周红盘可期。

最佳策略就是满仓股票，千万不要手握必将贬值的现金，傻等笨司机抄底。

~~~~~ 以上为搞笑之作，拷贝主帖原文，用同样的理由作出完全相反的结论。如果你看后会心一笑，觉得好像也有道理，那就对了。说明你已经知道了，看这些和算命一回事，自圆其说就是高手。

段子看完。老唐的观点很鲜明：宏观变量太多，任何变量都可以产生多种解读和预期，事后看逻辑鲜明，但对投资决策没任何帮助，只会误导投资人走入浪费生命、浪费金钱的死循环。

伟大的巴神也这样说过：

关注宏观经济形势或者聆听其他人有关宏观经济或市场走向的预测，都是在浪费时间。实际上这样做还会很危险，因为它可能会模糊你的双眼，反而看不清正在发生的事情。

不看宏观，应该看什么呢？巴神如是说：
~~~~~

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

聚焦你所关注资产的未来产出。如果你觉得很难对一项资产的未来产出做出哪怕是大致的估算，那就忘了它并让自己走开。没有人可以对所有项目都能做出准确的评估。无所不知是不需要的；大家只需要知道你自己正在干什么就可以了。

如果大家关注的只是资产价格的短期变化，那么这就是投机。投机没有什么不好，但是我知道我自己做不到能一直成功地投机，我也怀疑那些声称自己可以持续投机成功的人。

我只考虑资产在未来的产出，而不是它们每天价格的波动。赢家之所以会赢，是因为他关注的是比赛，而不是记分板。如果大家周末时可以不看股价也过得很轻松，那么不妨试着在工作日的时候也这样做。

Over ，都是大白话，不需要中翻中。Investing is simple, but not easy——Warren Buffet 。投资很简单，但并不容易—— 沃伦.巴菲特。

别被巴神的名头吓倒，试试认真思考他这几段话，甚至可以在脑中跟他吵吵，看看能否驳倒他，或者让自己被他说服—— 会很有受益的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20170508 看不懂与看得懂

出游第70 天。轻度强迫症发作，数了数年报印象系列文章，发现自1 月18 日A 股首份年报发布至今，总共110 天时间里，老唐居然推送了财报分析文章27 篇，涉及上市公司46 家，真有一种“ 日拱一卒” 的成就感。隆重谢谢各位的捧场，正是有各位的支持和鼓励，老唐才有了兴趣和动力不停的“ 拱” 下去。

今天放松放松，灌点水、扯点淡，谈谈在老唐眼中，如何叫做“看懂一家企业” 。之所以会扯到这个问题，是最近后台老是收到类似这样的问题：

老唐，你如何看AAA 公司？

抱歉，没研究过，无法发表意见。

老唐，BBB 公司怎么样？

抱歉，不懂这家公司，不敢发表意见。

前者容易被理解，毕竟仅我天朝股市就有三千多家上市公司，且每周都在增加。老唐这个懒家伙，真正看过财报的公司，可能不到百家。大部分不仅没研究过，甚至有许多公司，老唐连名字也没听说过。这样的情况下发表观点，那就和电视股评节目里那些“ 老师” 一个熊样了：给个代码，看一眼K 线，立刻报出股价的阻力位、支持位。再问一下来电者的买入成本，已经可以给出高抛低吸的准确建议了。老唐可没那本事。

第二个问题就稍微要复杂一点了，很容易被提问者误会为zhuangbility ：什么叫看不懂，是不认识字还是算不来账啊！你明明就是看不起人，是看我长的不帅，还是嫌我打赏太少啊？是啊，经常听各路大神说“ 只投看得懂公司，只赚看得懂的钱” ，但究竟什么叫看得懂/ 看不懂呢？

很多朋友也好奇，老唐写这些财报文章，切入角度各不相同，背后的分析框架究竟是什么？看唐书房文章，精彩热闹，跟小说似的，但自己拿起一份财报，偏偏有种老虎吃天无处下爪的感觉。统计出各种财务数据和指标是绝对没有问题的，但透过这些数字，究竟要找些什么东东，才能支撑我们做出丢弃、关注或者投资的决定呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

今天就分享一下，老唐阅读财报过程中思考的几个核心问题，以及如何确认自己看不懂或者看得懂某家公司。申明：在市场生存的方法很多，老唐以下观点，仅为基于个人喜好的粗浅认识，无意与其他投资方法区分高下，请勿误会。

在我眼中，除被动的指数投资之外的主动投资方法，主要就两种：以施洛斯为代表的纯正格式烟蒂投资法；以巴菲特芒格为代表的与优秀企业共同成长式投资法。至于投机的方法，那实在是数不胜数，鉴于老唐既没有能力、也没有魄力去参与投机，就不谈了—— 恰巧昨晚的伯克夏尔股东大会上，巴菲特还这样黑了两句：“ 投机是一个不太聪明的做法，是需要非常多的运气才能做成的事” ，“ 市场的投机盛行，投资者反而有更多机会” 。

以施洛斯为代表的纯正格式烟蒂投资法，强调分散买很多市值低于营运资金（由于市场环境变化，目前多数已经被迫放宽标准为低于净资产）的企业，从概率上获取估值回归的利润。这种投资方法，需要一生不停的翻找，并习惯跟自己不喜欢的人或公司携手前行，需要随时保持对市场动态的敏感。

老唐不喜欢。既不喜欢与烂人烂公司为伍，也不喜欢永远要去花时间去翻找。跟踪好公司，不仅身心愉悦，而且一旦你研究进去以后，后续要做的工作，事实上是很少的。

关于纯正的格式投资法，巴菲特曾这样评价过：

我有个朋友，沃尔特• 施洛斯，当年我们都为格雷厄姆打工。我一开始买股票就这么买的，买那些股价远远低于营运资金的股票，从定量分析上看非常便宜的股票，我把这种投资方法叫捡烟蒂。

在大街上四处溜达，看哪有烟蒂可捡。最后发现了一个，上面带着口水，看起来很恶心，但是还能抽一口，于是弯下腰把它捡起来，免费抽了一口。有的股票和别人扔的烟蒂一样。捡起来免费抽一口，扔掉，然后继续在大街上四处溜达，接着捡。一点都不体面。

捡烟蒂的投资方法管用，但是用这种方法买的都是资产回报率很低的生意。时间是好生意的朋友，烂生意的敌人。如果长期持有一个烂生意，就算买得再便宜，最后也只能取得很烂的收益。如果长期持有好生意，就算买得贵了一些，只要长期持有，还是会取得出色的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我读财报，首先是排除一些不赚钱的和假赚钱的企业—— 方法在《手把手教你读财报》一书中都分享过了。为什么要排除这些企业呢？因为我笃信“ 如果你投资的公司本身不赚钱，你也很难赚到钱—— 巴菲特” ，注意不是“ 你不可能赚钱” ，而是说“ 你很难赚到钱” 。

为什么我们所投资的公司如果不赚钱，我们就很难赚到钱呢？因为“ 股价（P ）= 市盈率（P/E ）× 每股净利润（E ）” ，或者用总量概念表达为“ 市值= 市盈率× 净利润” 。如果净利润不能增长，股价的变化就只能寄托于市盈率的变化了。市盈率的变化，是推测市场参与者的情绪变化，而且是数以万计乃至更多参与者的情绪变化，我认为这远远地超过了我的能力范围（我习惯把净资产收益率低于一年定存利率两倍的企业归为不赚钱的企业）。

这当中有没有被错杀的呢？有。的确有很多现在不赚钱，但未来变成很赚钱的企业。但我认为这是天使投资人和风险投资人的领域，风险和利润都留给他们好了。投资人并不需要赚光所有的钱，我要去找的，是已经被历史证明了很能赚钱，且未来还将持续赚钱的企业。就好像在过去表现优秀的学生群体里寻找未来的优等生，而不是从今天的差生里去找未来的优等生。于是，我的注意力自然就集中在了“ 历史记录很赚钱” 的企业群体中，并期望从他们中间找出“ 未来依然很赚钱” 的。

历史记录很赚钱，这个很容易找。但从财报数据上看到一家公司很赚钱，而且赚的是真金白银，很少有应收账款或者只有与营业规模相匹配的应收账款，经营现金流入和投资现金流出也没有可疑之处，等等。此时，这家公司究竟我们看懂了没有呢？还没。我认为读懂一家公司的关键点，是从财报里理解该企业的商业模式和独特竞争力。换成通俗的表达就是：

① 这家公司靠销售什么商品和服务获取利润？

② 它的客户为何从它这里采购，而不选其他机构的商品或者服务？

③ 资本的天性是逐利。眼看这家公司坐享丰厚利润，为什么其他资本没有提供更高性价比的商品或服务，抢占了它的市场份额，或逼迫它降低利润空间呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（更高性价比，即可以是同样质量/ 数量+ 更低价格，也可以是同样价格+ 更高质量/ 数量）

这三个问题，实际上就是找“ 公司究竟靠什么阻挡竞争对手” ，这个“ 什么” 就是投资理论书籍里常用的词语“ 护城河” 。这些护城河可能是独特的服务、质量、成本，技术专利，转换成本或者所占据的优越位置。总之，总得有至少一样东西，是竞争对手需要非常高的代价才能获得，甚至是无论多高代价都无法获得的东西。

找到企业的护城河之后，代表看懂这家企业了吗？依然没有。历史上企业靠着这条河挡住了其他竞争者，但未来呢？竞争者有没有办法填平这条河，或者给这条河搭上桥，甚至用飞翔空降的方法越过这条护城河，直接进入企业的城堡呢？也就是说，你是否能够确定，这条护城河未来依然能够阻挡住其他竞争者的进攻？

这样我们就需要添加一条问题了，问题④ ：假设同行挟巨资，或者其他产业巨头挟巨资参与竞争，该公司能否保住乃至继续扩张自己的市场份额？

理念方面，没有秘密。巴菲特早就公布了自己的做法，他说：

我从那些简单的产品里寻找好生意。像甲骨文、莲花、微软这些公司，我搞不懂它们的护城河十年之后会怎样。盖茨是我遇到过的最优秀的商业奇才，微软也拥有巨大的领先优势，但我真不知道微软十年后会怎样，无法确切地知道微软的竞争对手十年后会怎样。

我知道口香糖生意十年后会怎样。互联网再怎么发展，都不会改变我们嚼口香糖的习惯，好像没什么能改变我们嚼口香糖的习惯。肯定会有更多新品种的口香糖出现，但白箭和黄箭会消失吗？不会。你给我 10 亿美元，让我去做口香糖生意，去挫挫箭牌的威风，我做不到。

我就是这么思考生意的。我自己设想，要是我有 10 亿美元，能伤着这家公司吗？给我 100 亿美元，让我在全球和可口可乐竞争，我能伤着可口可乐吗？我做不到。这样的生意是好生意。你要说给我一些钱，问我能不能伤着其他行业的一些公司，我知道怎么做。

我不喜欢很容易的生意，生意很容易，会招来竞争对手。我喜欢有护城河的生意。我希望拥有一座价值连城的城堡，守护城堡的公爵德才兼备。我希望这座城堡周围有宽广的护城河。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

只要是好生意，别的什么东西都不重要。只要把生意看懂了，就能赚大钱。择时很容易掉坑里。只要是好生意，我就不管那些大事小事，也不考虑今年明年如何之类的问题。

好生意，你能看出来它将来会怎样，但是不知道会是什么时候。看一个生意，你就一门心思琢磨它将来会怎么样，别太纠结什么时候。把生意的将来能怎么样看透了，到底是什么时候，没多大关系。

最值得买的公司，是那些你觉得从数字上看很贵，舍不得买，但还是很想买的公司。这说明你太看好这家公司的产品了。这样的公司不是别人抽剩了、扔掉的烟蒂，而是让人难以抗拒的好生意。

结合巴神上面这几段话，想明白前面四个问题后，我觉着一家公司就基本可以归入“ 看得懂” 的行列了。在看得懂的基础上，才能谈估值是多少的问题，才会涉及到多少钱值得入股的问题。否则，无论公式多么精细的估值，都是心理按摩、自我安慰。

篇幅关系，今天就扯这么多。这些东西，对于已经深刻理解了价值投资理念的朋友而言，或许是老生常谈，没什么新意了。但对新朋友可能有用，高手们就忍忍了，谢谢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20170608 输光身家换来的教训

老唐现在全“ 球” 第二惨？多谢各位朋友的打赏，就不一一道谢了。被赏了那么多，多说几句吧，万一对哪位新朋友有点帮助，也不枉老唐自揭伤疤一盘。

1 ）据说股市是一个“ 有经验的人，用经验换金钱。没经验的人，用金钱换经验” 的地方，但通常来讲，象老唐这种用“ 自己的金钱” 换经验的人，属于脑袋不太够用的。聪明人应该用别人的经验，换来金钱。既然“ 聪明的投资者都在雪球” ，那么这条帖子里列着的惨痛经验，那就是一堆钱胚子。南来的、北往的、投机的、摸狗的，但凡缺经验的朋友，一笑而过就划不来了。

2 ）靠企业自身现金流拿回回报的投资者，基本无需考虑股价。市场出高价，是投资者的意外盈利，是风落之财。有，令人高兴。无，也不影响投资决定。这个话题，今天不谈。

3 ）期望靠股票价格差价获利的朋友，总还是需要知道股价是如何涨跌的。绝对正确的公式是“ 股价= 每股收益* 市盈率”—— 无论是今天的股价，还是未来某日的股价。所以，无论你用什么手段获利，总也离不开预测“ 每股收益” 和/ 或“ 市盈率” 。如果你对这两个东西都全无概念，就敢下注，基本注定关灯吃面的结局；

4 ）今天的每股收益和市盈率，都是确定的数字，没有什么好计算的，重点是未来某日的。以老唐几十年的人生经验，得出一个绝密经验：每股收益和市盈率，未来只会：变大，变小，不变。（一笑。臭鸡蛋就别浪费了）

5 ）依据上条绝密经验，未来的每股收益和市盈率之间，会有九种组合。能不能赚到钱，取决于你今天下注在什么组合上，也取决于你在什么组合卖出。

6 ）每股收益的变化，是需要你大量阅读企业年报，同行年报，关注企业产品的生产和销售，这是需要做大量作业的。@ 东博老股民演讲时曾谈到“ 能力比理念更重要” 。老唐理解，这个能力，指得就是对企业商业模式的理解能力，对企业、企业上下游及其竞争对手的了解能力。如果你一旦喜欢上这个能力的练习，恭喜你，你永远也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不会觉得无聊，只会觉得时间不够用。任何一个行业，都够你花几年功夫。这方面，雪球上有拜不完的老师，各自对某个行业或企业，有自己的认识，自己挖掘吧。这也是在老唐看来，雪球最优吸引力的部分。

7 ）对企业、行业的研究，是为了避开每股盈利会下滑的企业。下滑的每股盈利，除非遇到上涨的市盈率，还有几分机会不赔钱。否则，遇到下滑的、或者持平的市盈率变化，都只能关灯吃面。这赢面就太小了，拿金钱买经验的概率大，不碰也罢。

8 ）市盈率，代表着市场上千千万万人乐观情绪与悲观情绪的博弈。问问自己，预测自己熟人的情绪变化容易吗？如果不容易，再仔细想想，预测全国那么多不认识的人，他们的悲观乐观，恐惧还是贪婪，容易吗？老唐觉得这几乎是个不可能完成的任务。好像牛顿也是这么觉得的，牛sir 说过“ 我可以预测天体运动的规律，却无法预测人性的疯狂” 。

9 ）那怎么办呢？老唐采用自认愚蠢法：永远选当前市盈率低的股票。当前市盈率低的股票，在市盈率和每股收益的九种变化组合中，去掉了市盈率下滑对应的三种可能。剩下的六种可能里，只有市盈率持平* 每股收益下降，才有可能让你赔钱。这将大大增加在市场里获利的可能。以老唐个人有限的关注来看，这方面经验丰富的球友有：@ 佐罗投资札记 @ 管我财 @ 微光破晓 @ 编程浪子 ，各位不妨关注。

10 ）多低算低呢？这个还真不好说。老唐个人大体是这么看的：负债率低的企业，10~15 倍间算低，15~30 算合理，30~50 算偏高，50 以上算博傻。负债率高的，大概的打个六七折吧。

11 ）以不足一年乃至不足半年为期限进行交易的人，每股收益基本可当作持平看待，大致就是下注市盈率的变化。如果不是有内幕消息，就算是技术图形派吧！毫无贬低技术派的意思。所有的技术分析，无论k 线均线成交量动能布林底背离…… ，千变万化，归根结底，无外乎意图跟踪先动手的聪明钱。

聪明钱或因价值而动；或因信息（不仅指内幕，也含宏观政策，行业变化，新闻事件等）而动；或全盘筹谋，布局行事。技术派同样有成功者，重要的是，你需要搞懂技术图形背后的心理学或统计学含

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

义，并依据它来制定自己的对策。这个方面，老唐是失败者，只多叮咛一句“ 听别人的技术分析，注定是关灯吃面的命” ，其他的就不敢多谈了。

12 ）以上纯属个人浅见，请各位持批判态度看待。在老唐眼中，雪球上对投资理论认识深刻的高手，除了上面提到的几位之外，老唐关注的还有@renjunjie @ 有智思有财 @ 每天发现一个更好 @ 水晶苍蝇拍 @ 金石 @ 逍遥狂客 @ 刘马克 @ 每天发现一个更好 @ 中国资本市场 …… 等人。各位曾经惨的，还在惨的，为了明天不再惨，偷他们几位的经验去换钱，那绝对是不可错过的事。

怎么样，三年过去了，这段小文是不是依然还有阅读价值，推荐的人是不是基本靠谱？

看过了惨老唐，如果你还想让自己更开心一点，可以考虑窥探一下比惨大赛里其他人的惨事，正如俗语有云：“ 兄弟，有什么不开心的事儿，说出来让大家开心一下嘛！ ”—— 老唐反正把链接放在阅读原文上了，寻开心的自去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20170527 散打投资1

标题里的散打，不是几秒时间里将太极宗师揍出鼻血的那种技击术，而是广泛流传于川渝地区的一种评书艺术。这种艺术形态由成都万人迷李伯清老师创造，特点是不依赖剧本，根据现场的情况而即兴表演。在川渝地区，李伯清老师的散打，不是万人迷，是人人迷。不过，由于方言的原因，风趣幽默的散打评书，基本上也仅限于川渝滇黔地区流行。

老唐今天之所以把标题写成散打投资，原因是抵达老家县城，领导打算休息半日，明天一早回去看爹妈。领导要休息，不需要老唐侍寝，正好这家酒店的桌子和椅子蛮舒服的，但时间又不够看一家公司的资料，索性就打开word ，摆个安逸的造型，庄严肃穆地将双手放在键盘上，打算如同李老师按照现场气氛自由发挥的特点，希望文字会随着手指自然流淌，让原计划的停更一周变成“ 不要停” 。这创作模式够“ 散打” 吧，正因为够散打，所以看完后如果觉得主题不明，似乎有点东拉西扯的感觉，别发懵，本来就是东拉西扯，里面如果有那么一小段话，让你有一点点感触，散打的目的就算达到了。

既然散打的是“ 投资” ，肯定需要先搞清楚什么是投资。这俩字儿，说起来似乎人人都懂，但细究起来好像也挺费劲的。你说啥是投资？买股票是不是投资，买房子是不是投资，买车子是不是投资，办工厂是不是投资，买本老唐的《手财》来看算不算投资…… 答案恐怕莫衷一是，有时候是，有时候不是，有些情况下是，有些情况下不是。

有些朋友说，让钱越来越多就是投资，可是你若是拿着口袋里的1万人民币去换了2 万日元或者1000000 万津巴布韦币，钱是多了，但恐怕你家人不但不会说你投资成功，反而会担心你脑袋里进了太多的一氧化二氢，要送你去看看医生。说到底，钞票只是一张纸，甚至在Pony Ma 和Jack Ma 横行的今天，连张纸都不是，就一串电子符。你之所以会爱上她，不是因为她颜值爆表无敌，也不是因为她身材凹凸有致，纯粹是因为她能换来你所需要的东西。因而，让钱越来越多不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是投资，真正的投资，是让你所拥有的购买力增加。套用巴神的话说：“ 投资是为了在未来更有能力消费而放弃今天的消费。”

从这个定义上说，同样的行为，可能有些是投资，有些不是投资。关键点是，今天的付出，会在未来为你换来更强大的购买力吗？如果是，那就是投资。拿买车举例子，有人买辆车来跑滴滴，那是投资；为了让合作伙伴或交易对手对自己的实力有信心，买一辆劳斯莱斯幻影，那也是投资；老唐买辆车开出去玩就属于纯消费而不是投资，因为支付出去的购买力，再也回不来了。

不仅买车，哪怕是养儿养女，也可能是投资。那些抱着养儿防老心态的父母，亲情的背后，也做着今日投下一口粥，期望未来换回一块肉的“ 生意” 。更有曾经在乡间满墙刷屏的计生标语“ 要想富，少生儿子多种树，少养女儿多养猪” ，不就是赤裸裸地把养儿养女和栽树养猪做投资回报率对比分析吗？

买车跑滴滴是不是一定能获利，恐怕不见得；买辆幻影，生意是不是就一定能赚到钱，恐怕不见得；多养几头猪，是不是一定比养个女儿回报高，恐怕也不见得。投资是“ 意图” 获取更多购买力，但这个“ 意图” 是否能变成现实，还是要受多种因素限制的。心想事成，是一种语言祝福，是我们心中梦想的童话。

既然靠“ 想” 搞不定，聪明的人类就要找方法了。不仅你找过，我找过，就是伟大的巴神也找过。你按照什么顺序找的，我是不清楚了。我自己反正先是一头扎进技术分析里面，k 线、均线、KDJ、布林线、薛斯通道、波浪理论、头肩底、头肩顶、上升三角形、阻力位、支撑位、趋势线、顶背离、底背离……balabalabala ，研究的资料摞起来也差不多有自己这么高了吧！结局嘛，1996 年成功爆仓破产，个人资产走出一条华丽的闪崩K 线。说起来都是泪，这泪啊，完全是往日里脑袋进的水，流出来人就舒服了。不说老唐这种小人物了，说巴神。

巴神也没少研究这些东西，好在人家天分好、头脑清楚，早早地遇上了格大V 的《聪明的投资者》一书，一下子就觉悟了，没有像老唐这个笨笨那样，撞了南墙才晓得回头。巴神觉悟了啥呢？老唐觉着大道无外乎两条：第一，股票不是拿来炒的，它代表着企业的一部分，其价值由所代表的企业价值决定；第二，市场报价是群体性冲动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

产物，受悲观或乐观情绪影响，人们会对股票背后的资产，给出过高或者过低的扭曲价格，因此，有效市场理论是虾扯蛋。这两点在后来被巴神演化为经典名言：投资只需要学习两门课，一是如何面对市场波动，二是学会给企业估值。

巴神想明白了以后，把天下的投资品分成了三大类：

第一类投资品，是现金等价物，包括银行存款、货币基金、债券等。这些资产表面上看起来很安全，但巴神认为，它们事实上是最危险的资产之一。原因嘛，当然是因为法定货币时代，现金及现金等价物是少数“ 购买力确定会不断减少的资产” ，也就是说，一个投资者如果持有现金等价物，已经确定“ 包输” ，差别只是输多输少的问题。

第二类投资品，是那些实际不产生任何收益的资产，但买家认为其他人未来会以更高的价格买走。巴神特意拿黄金举例，说全球黄金储量约17 万吨，融化重铸的话，可以做成一个边长21 米的立方体。这个立方体从地球上某处地底被挖出来，提炼融化后，再挖个洞埋起来，然后派一堆人站在周围守着（巴神后面说的这个洞，指的是银行的地下金库），如果让外星人看见，会百思不得其解，这帮地球人挖出来又埋进去的，玩什么幺蛾子呢？这个立方体永远不会产出任何东西，大家买它只是期望未来会有更多人会想要黄金。

按照巴神谈立方体时的金价（1750 美元/ 盎司），这个立方体市价9.6 万亿美元，用这笔钱，投资者可以买下美国所有的农田、16 家相当于埃克森美孚石油的公司，还能剩下1 万亿美元左右的零花钱。全美的农田每年都会生产出大量的玉米、小麦、棉花和其他作物，16 家埃克森美孚每年分红就可达上千亿美元，不断地增加拥有者的购买能力。而17 万吨黄金既不会规模膨胀，也不能创造任何产品，甚至你深情地抚摸她，她也不会对你回眸一笑，当然，也不会娇嗔一声“ 瞎摸啥呢，讨厌！”

不仅是黄金、艺术品、收藏品、古董等东西属于这一类的“ 投资品” ，事实上，我们大A 股大部分上市公司也是同类。他们的共同特点就是资产本身不产生回报或者产生的回报少的可怜。你如果买了，唯一的期望就是有更多的人想要它，从而抬升它的价格让你退出。透彻一点说，就是披着各色外衣的庞氏骗局，依靠后来者的本金给前面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的人兑现利润，一旦后来者的数量减少，价格就出现“ 闪崩” 。这恐怕也是很多正经人士认为炒股这件事不够正经的原因吧！

庞氏骗局中，一样有人赚到钱，正如索罗斯老师所说“ 世界经济史是一部基于假象和谎言的连续剧。要获得财富，做法就是认清其假象，投入其中，然后在假象被公众认识之前退出游戏！” ，多么赤裸裸，多么精辟啊！不知道你读到这句话是什么感觉，反正老唐最初读到这句话，立刻站在镜子前，问里面那位唇红齿白/ 玉树临疯/ 腰缠游泳圈/ 一脸呆萌的中年胖子眼镜男：“ 你有什么能力，能够让你抢在众人之前进入，并在崩坍之前退出呢？” 胖纸呆了很久，萌萌地回答：“ 不知道呢！”over ，搞定。找不到自己的优势，还掺和进庞氏骗局里，那就是给索老师垫脚的。记得索老师说过，他改变决策的主要依据是背痛。我估计大家是听岔了，他说的不是他背痛，是被他踩的人喊叫背痛…… 一笑。

第三类投资品，是有生产力的资产，也就是前面巴神说的农地、像埃克森一样的公司。这些资产“ 能在通胀时期让产出保持自身的购买力价值” ，巴神说，投资有生产力的资产，长期收益将轻松超越无生产力资产和货币资产。

第一类投资品包输；第二类投资品你需要找到接盘侠一定会来的理由；第三类投资品最靠谱，因为无论有没有人接手，它都会给你带来回报。而能带来回报，本身却能成为接盘侠必来的理由。特别强调一下，在第二类投资品中，接盘侠不是不会来，但如果我们将投资回报寄托于接盘侠犯傻，那么我们有很大概率成为那位犯傻的接盘侠。

很多人容易犯迷糊的，是看见第三类资产常常变成高价，而错以为第三类资产同样是靠接盘侠才能兑现回报。这是个严重的错误理念，足以误导整个投资体系的建立。为什么这么说呢？—— 啪，惊堂木一响，中场休息，各位茶客可以站起来扭扭小蛮腰，方便方便，然后我们接着摆。

20170527 散打投资2

上回说到，很多人看见持有第三类资产的投资者，常常也趁其涨到高位时卖出，然后喜滋滋地数钱，错以为第三类资产同样是靠接盘侠才能兑现回报。既然都是靠接盘侠，大哥不说二哥，乌鸦不要笑猪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

黑，都是割韭菜的，谁也不比谁高尚，什么东西能忽悠来韭菜，我就买什么好了。这是个严重的错误理念，足以误导整个投资体系的建立。

真不是。以巴神为代表的第三类资产投资者，还真不是依赖接盘侠来获取回报的，虽然其表象上看，第三类资产也经常被抬高价格，甚至，也有疯狂的时候，巴神一样会就着可乐咬一口韭菜合子，这个我们也无须讳言。

资本的天性是它的逐利性，正所谓Money Never Sleeps 金钱永不眠。东城土豆两毛一斤，西城土豆八毛一斤，一定会有资本去买进东城土豆，到西城卖出，最终缩小两边土豆的差价。同样，若是盈利能力一样的资产，甲资产便宜、乙资产贵，同样必然会有资本买甲卖乙，这是不以人的意志为转移的经济规律。第三类资产之所以被抬高价格，原因恰恰在于它的高回报，而不是因为被抬高价格而产生了高回报。

让我们假设一个荒诞的例子，如果有一家经营上很赚钱的企业，它的股价就是不涨甚至一直跌，结果会怎样？正好雪球上的@ 宁静的冬日 兄，曾在两年前举过一个这样的例子，老唐就不去搞数据，直接偷懒抄过来了。

宁静兄统计了泸州老窖的分红送配记录后发现，假如某倒霉鬼甲在1994 年股市最高的9 月里（大盘半年后腰斩），按照当月泸州老窖最高价格21.2 元买入1 万股，然后傻傻地拿到2015 年初，期间到手现金分红累计有142 万多，同时还拥有泸州老窖股票16.19 万股。如果我们给宁静兄的数据补上2015 年和2016 年的分红方案，那么某甲至今拿到的现金红利合计超过170 万，同时还拥有泸州老窖股票16.19 万股。当然，16.19 万股今天大约770 万市值，我们就不去计算了，反正我们假设股票是一直跌的。我们只需要知道，它目前大概一年能带来15 万多的红利，且依据老窖的情况，以后每年恐怕也很难大幅低于此数。

21.2 万投入，22 年间到手170 万，未来每年应该还能至少获得十来万，这样一笔投资，依赖接盘侠了吗？没有，接盘侠最好永远不要来。事实上，宁静兄还做过另一个计算，假如老窖的股票自从买入后一直就不涨，而这位21.2 元买进的某甲，每次收到分红后，又全部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

傻傻地买进了老窖的股票，某甲2015 年仅分红就可以收到超过1800 万元。我们甚至还可以设想，假如老窖的股票不但不涨，反而持续下跌了20 年，那么，投资回报将会高的更加吓人—— 可以说脏话吗？写到这儿，我忽然想起1995~1996 年玩技术的时候亏出去的那笔钱了，感觉好像真的错过了几个小目标呢！给点时间我，让我哭一会儿先……

………… 哭泣中，别理我。

………… 擦干眼泪，看成败，人生豪迈，不过是，从头再来……

Too good to be true ，好的不像真的。是的，这样的回报是罕见的，为什么呢？前面说了，能挣钱的资产，就会有资本来争夺。这个争夺会抬高股价，从而降低了你的回报。注意，是其他抢购者抬高股价，降低了你的回报，而不是提高。这个过程，在不少价值投资者嘴里，表述为“ 讨厌牛市，喜欢熊市” ，这常常被理解为“ 贱人就是矫情！” 。如果你真的理解了宁静举的这个例子，再看到说喜欢熊市的人，就别骂人家贱人了。

有朋友可能会嘀咕，1994 年的21.2 万，本就是一笔惊人的财富，如果忽略掉770 万股票市值，只看170 万分红的话，回报也不算高，搞其他的说不定赚更多。宁静兄在原帖里还同时计算了用这21.2 万在1994 年分别做定期存款、买黄金、买房子能够带来的回报，老唐就不一一拷贝了，原帖链接我放在文末的阅读原文上，有兴趣的朋友请移步宁静兄的雪球主页阅读和思考。

这个案例的核心问题就是买了一家持续赚钱企业的股权，而不是相反。正好，前几天国信证券的一份报告里，研究员做过这样一个统计，他们筛选了连续三年roe ＞15% 和10% 且资产负债率＜50% 的上市公司，统计了这些企业自2016 年熔断股灾发生以来，到2017 年5 月15 日期间的股价表现，统计结果如下图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表2:2016年2月1日至2017年5月15日收益率（%）

收益率统计	收益率（%）
上证综指	12.9
创业板指	-10.8
ROE>15%且资产负债率<50%	32.3
ROE>10%且资产负债率<50%	20.2
ROE>15%且资产负债率<50%（剔除金融两油）	32.0
ROE>15%且资产负债率<50%（剔除金融两油）	20.0

一唐书房

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

其中roe ＞15% 的股票，收益率32% ； roe ＞10% 的股票，收益率20% 。均大幅高于上证综指13% 以及创业板-10% 的表现。如果统计结果不是截止5 月15 日，而是截止今天，这些高roe 股票的收益率只会更高，领先指数的幅度只会更大，因为传说这几天市场炒作“ 蓝筹概念” 。

或许有人说这段时间太短了，不足以证明什么。国信证券还统计了从2007 年到2016 年连续十年ROE 均大于10% 的上市公司，这样的公司共有68 家（ 不包括金融和两油） 。从2007 年3 月底（ 上证指数3183 点） 到2017 年5 月15 日（ 上证指数3090 点） ，这68 个股票的平均涨幅是3.7 倍，年化收益率高达14.0% ，这还没算股息分红的回报，而同期上证指数是没有上涨的。

以老唐看，这个统计不完美。应该做个滚动五年的统计，统计前五年roe 大于10% 的，然后市价买入。每年年报出完以后筛选一次，五一过后做替换，看看至今是个什么情况。有兴趣的朋友，可以自己动手试试，看着自己亲手作出来的数据，再看看自己真实账户上同期的盈利情况，或许会对投资二字产生震撼性的新理解。

同样是这份报告里，还有一个统计，说2016 年全部A 股所有公司加总，净资产总和309422 亿元，净利润总和是29589 亿元，ROE 是9.6% ，而这些公司的总市值是547160 亿元。这几个数据，大致可以告诉我们，假设将全部上市公司报表并表视为一家名叫“ 天朝上市股份有限公司” 的公司，如果我们能以净资产值买下天朝上市有限公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

司，年回报就是9.6% ，这个回报远远高于银行存款、货币基金或者债券等类现金资产。

将近3000 家公司，我们有没有能力从中淘汰掉一些盈利能力明显拖后腿的公司呢？我觉着略加学习的人，都可以有的。假如我们能够确定某一家或者某几家企业，无论是由于所处行业的通用原因，还是企业个体独特的原因，总之，这家企业盈利能力将明显低于平均数，我们就淘汰掉它。这样，剩下的新“ 天朝上市” 公司，带给我们的回报就会高于9.6% 。通过一家家的淘汰筛选，类似企业的末尾淘汰制，投资回报率毫无疑问地会被提高。

或许选择好企业，难度稍微高一点，但在9.6% 的回报基础上，排除那些明显比较烂的企业，应该就没那么难了吧！这也是查理. 芒格喜欢讲的思路，“ 反过来想，总是反过来想” 。选出好公司和排除烂公司，背后的逻辑是共通的。我们不仅可以从全是现金的账户出发，去选择好公司买入，同样也可以从满仓近3000 家上市公司的角度出发，去淘汰烂公司。

不过，遗憾的是，资本不傻。实际上我们很难以净资产值买到“ 天朝上市” 这家公司，它2016 年底标出的卖价是547160 亿元。好的，我们就用547160 亿买下它，年回报率就是5.4% ，市盈率18.5 倍。这个5.4% 的收益率和类现金资产相比如何？答案是依然高于类现金资产回报。同样，如果我们有能力将其中回报率最低的、能确定拖后腿的企业筛出来干掉，剩下的部分，回报率必然会高于5.4% 。由此，我们是否需要怀疑一下所谓仓位管理的理念呢？

事实上，我个人的仓位和现金管理方式一直都很简单粗暴。除了预留家庭开支（现在一般留一年的）以外，在投资可调用资金的范围内，我没有仓位概念。我只将类现金资产视为普通投资品，一种市盈率大约30 倍，净利润确定性100% ，未来零成长的股票。我只需要拿它和其他股票比较确定性和收益率即可，凡是预期收益率等于或小于类现金资产的投资对象一律排除。套用上面的“ 天朝上市” 概念说，大致就是将“ 天朝上市” 下属近3000 家子公司当中，收益率等于或小于类现金资产的那部分子公司的股权，换成类现金资产，此时，我们依然“ 满仓” ，然后在“ 仓” 里去继续做淘汰。这不是一个将“ 八成仓位” 替换为“ 买入20% 现金” 的概念偷换，而是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一种思考方式的变化，将类现金资产从度量衡标准转化为投资对象，将所谓半仓空仓等期盼股价下跌的行为，转化为收益率之间的比较行为。

推到尽想，如果没有收益率的比较在先，单纯持有类现金资产等待股价下跌的所谓仓位管理，本质上是支付对价，购买了一种看跌期权，赌某股权在特定时间段内会下跌。此时，类现金资产如同一台始终缓慢下降的电梯A ，股权则像一台忽上忽下，幅度不定，但总体向上的电梯B 。通过持有类现金资产来做仓位管理，就好似是待在电梯A ，寄希望在B 下降的更快那一瞬间，纵身一跃，从A 蹦到B 上，然后又在B 从顶峰开始下降时，再跳回A 里待着。

理想很丰满，现实很骨感，只要我们敢于承认我们无法预测短期股价的波动，便知道这是一种“ 投机” 行为—— 至少对老唐这种笨笨来说，是超出个人能力的投机行为。这种罕有持续成功案例的作法之所以广受欢迎，我个人觉着可能是因为投资人被类现金资产的面值所迷惑，看上去“ 仿佛” 没有付出什么成本。但只要我们记住通货膨胀的存在，记住类现金资产的包输特性，就知道持有它绝不是没有付出成本。简单的说，假如真实通胀- 票面利率=4% ，那么你通过空仓行为购买的看跌期权，年支付成本就是4% ，到期没跌，或者没有跌到你的买入目标价格，你就损失了4% 。

好了，今天就随性聊到这儿，预祝各位端午节快乐！本文聊到的理念，只是老唐分享的个人看法，不保证正确。有什么不同看法，或者有什么困惑，欢迎留言掰扯，说不准哪天书房里惊堂木一响，咱们又可以侃上一扒拉了！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20170606 散打投资3

很久没上微博，今天随意溜达上去，兜头遇上有人转发的一篇名叫《不要再去寻找阿拉丁神灯：一个选择最终退出市场的投资者悔悟》文章。是一位期货失败者认输时写的，文字很朴实，没什么特意的煽情，但由于描述的情况和1996 年老唐破产时的感悟几无分别，所以还是触动了内心的伤疤。由此，也有了一些感触想和朋友们瞎聊一通，想到哪儿说到哪儿，或许没有什么条理，还请多包涵。

这里只摘录开头部分。对全文感兴趣的请移步@ 沪深股神 原博阅读。

我最后一次平仓了焦炭，刚好到我最后一次设定的止损位，这是一个承诺，我承诺我的家人，只要到了这个止损位，我就无条件彻底地退出期市，现在，这个位置到了，我已经没有任何理由继续在这个市场搏杀，剩下的事情，就是分次把剩下的钱取出来，钱已经不多了，最高潮的时候，我这个账号你曾经有两百多万，现在，还有三十多万，确切地说，这些钱已经不是我的了，因为其中还有欠银行的二十多万，欠朋友的十多万，还有欠家人的二十多万，我现在的资产是负数。

我把厚厚的一本笔记本拿出来准备毁掉，这里面记载着我做期货这些年的每一笔交易，各种图形，各种分析，其实，全部毫无意义。

四年前，我拿着五十万进入期货，我一个大学同学，作了十多年的期货，据说创造了很多我们闻所未闻的暴富神话。当我向他请教时，他说最正确的做法是不要去做。我说我五十万慢慢做，花十年赚两千万。他笑了，说，你拿五十万花十年做很多事情都能赚两千万，惟独做期货不可能，你甚至生存不了五年。后来我知道，他根本没有创造任何神话，他比我任何一个同学都要辛苦。

现在才四年，他的话已经应验。这几年我亏掉了全部积蓄，亏掉了我姐姐买房子的钱，亏掉了我拿房子抵押从银行贷出来的钱，亏掉了我花言巧语从朋友、亲戚处借来的钱，我甚至已经不敢去计算我的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亏损，这完全是一个天文数字，我现在一无所有每月还要还银行七千的按揭，同时，我还亏掉了我的永不再来的年轻岁月。

我得到了什么？什么都没有得到，我每天对着无数图表和K 线图，苦苦地企图从中找到传说中的阿拉丁神灯，好比一个科学狂人发疯地制造永动机，不单是我，每个在期货市场的人都这样，没有娱乐，没有朋友，罔顾亲情，面对一堆无意义的数字和曲线，寻找着其实并不存在的圣杯。

每天，我都被某某五万赚两千万，某某五十万赚一亿的神话鼓励着。现在我明白，即便这是真的，它存在的概率也不会超过彩票，我每天支付给期货公司的费用足够我买一堆彩票。我现在明白期货市场根本没有赚钱的方法，因为每种方法都是对过去规律的总结，而你需要发现的是未来，你需要知道未来尚未发生的事情，这个矛盾是你永远解决不了，也永远不可能有人发现，如果有人发现，他在有限的时间内就能把全世界所有的财富收入囊中，这个市场就会崩溃、消失。

……

我认识一个朋友，在期货近二十年，现在十万的资金，每个月能从市场赚取五千左右。但他失去了二十年的青春，曾经输掉了上百万，假定他拿他输掉的钱和失去的时间做任何一件事，他的收益都要比现在多得多。很多人想在期货暴富，结果是快速变穷；很多人想短期内在期货市场赚钱，结果长期在这个市场中被扼杀；很多人把从其他地方赚来、借来甚至骗来的钱源源不断地投入这个市场，很多人被期货激发出潜能—— 他们能源源不断在期货外获得财富却永远不能成为这个市场的赢家。

之所以被这段文字触动，是因为老唐当初的情况和这位朋友几乎一模一样，区别只是时间更早、金额更小、破产更快。金额小的原因，是穷，没有什么可供追加的，也没有富裕的亲戚可借。破产更快的原因，可能是老唐学习更努力，研究更认真，“ 发粪涂墙” 更厉害！方向错了，越努力越悲哀……

这种痛，多发于期货炒家身上。股市炒家，反而很少有这种决绝。但实际道理一样，只不过期货通过杠杆，将这种痛苦经验放大了，感悟更快，更深一些。而股票炒家，在不加杠杆的前提下，输输赢赢的节奏更慢，耗时更长，温水煮青蛙，慢慢地心理也有了承受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

力，甚至于往往还出现了瘾君子迹象。或许金钱的损失，比期货炒家更小，但就整个人生而言，哪类人输的更惨，还真不好说。

如果真有人掌握一种方法，仅仅依赖对价格信号，就可以做出买卖决策，从而在价格波动中获利，那他确实不应该在股市浪费时间，而应该去期货市场、外汇市场，并迅速地“ 把全世界所有的财富收入囊中” ，从而让“ 这个市场崩溃、消失” 。这种靠图形、线条、公式加上所谓仓位控制、资金配置、止盈止损等手段来确保获利的方法，就如同“ 传说中的阿拉丁神灯” ，几乎每个痴迷者都曾疯狂寻找过，“ 好比一个科学狂人发疯地制造永动机” 。

可惜，我们面对的事实是，在有据可查的投资江湖里，这样的赢家一个也没有，是的，全世界知名的资本市场参与者里，这样的成功者一个也没有。就我个人而言，二十多年的投资经历中，我所认识和听说的，有依赖伴随企业成长的成功者，有跟随或狙击热点事件的成功者，有利用信息优势交易的成功者，但没听过有依赖k 线、趋势线、技术指标等价格信号操作的成功者。没有，一个也没有。

前几天，和老家一位朋友聊天时，被追问到为何选择长线投资这条路—— 顺带说一声，我其实不赞成“ 长线投资” 这个定义，等下说。老唐当时回答道：小时候，村里人常常夸我聪明，聪明的证据大约就是算1+1 等于几更快，或者能够更短时间里背下语文老师要求的背诵吧。或许，那时候自己还真以为自己比较聪明，但很可惜，几十年过去了，论读书，没进清华北大，也没靠自己成为某领域教授专家；论财富，每天早上照镜子的时候，都没发现福布斯排行榜上有我的名字；论经营，也没有创下什么改变世界（甚至改变我们村）的企业，没发明什么惊天动地的黑科技……

这一切，都在告诉我，我只不过是个普通人，非常普通。既然是普通人，我们进入投资领域的时候，就别去想着开宗立派，走出一条别人都没有走通的道路，而是规规矩矩跟随先辈们已经走通的坦途，照猫画虎，先获得自己和家庭的财务自由再去考虑其他伟大的事。所以嘛，最终就选择了有逻辑支撑，有无数成功案例的价值投资道路。

为什么说我反对“ 长线投资” 的表述呢？坦率说，我真心不想长线的，最好我买进股票后，立刻就连续38 个涨停板，让我卖掉再去搞其他的。很可惜，我们能确定获得的，是企业的成长，而企业本身

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的成长，是需要一锄头一锄头努力，一个订单一个订单的前行，这种情况下，我们才被迫成为“ 长线” 。长期持有只是投资的一种表象，背后是享受企业价值证实的过程—— 或被市场发现而证实，或由企业通过经营获利而证实。如果有本事把握人们何时亢奋，傻子才长线呢！

事实上，看线看图的荒谬，还算是比较容易被看穿，真的肯认真坐下来想几分钟的，通常都能理解。任何你眼中的信号，都可以表达给计算机去做回溯统计，做实战模拟。市场今日依然存在，没有被某秘诀赚垮，就足够否定图形线条或其他信号的有效性了。真正有欺骗性，也容易让人沉迷的，是所谓做T 或波段。

如果有一天，对门刘大妈神秘地告诉她学到了一套炒股包赚秘籍，秘籍一共四句话：“ 买后不赚钱坚决不卖；卖后不跌的更低坚决不买；买后跌继续加仓；哪笔加仓赚钱了就卖掉哪笔。”—— 你听后什么感觉？是包赚秘籍吗？恐怕稍有常识的人，都只会忍着笑感谢一下刘大妈了事。然而，很荒诞的是，这套招法若被所谓长线投资者使用，并冠以做T 的名称，并信誓旦旦地用实盘收益来证明其有效性，就可能迷惑到不少朋友。

这套招法，本质上要么是看对（或蒙对）了短期股价波动，要么是一种自我心理按摩。看对（或蒙对）当然会赚到钱，但只要我们敢于承认自己没有能力预测短期股价波动，或者不可能一直有好运气蒙对，去赚这种钱，就是一个期望值为负的游戏。期望值为负值的游戏，即便是短期有钱收，很可能也只是替市场先生做做免费的保管员。别忘了，刘大妈秘籍也常赚钱的，甚至有可能在很长一段时间里持续赚钱。

如果放弃看对短期股价波动的自负，这种所谓做T ，剩下的是什么呢？是买入后，如果持续下跌，则告诉自己做的是长线的价值投资，越跌的多越好；下跌后如果反弹，就将所谓低价买进来的筹码卖出，告诉自己赚钱了。事实上，除了你自己没有人在乎你卖出的究竟是低位补的那一笔，还是高位买进的那一笔。卖出的是哪一笔，有区别吗？没有。如果你将表述换成每次反弹，都将最低价买进数量保留，而将最高价买进的等量斩仓，实际账户数字丝毫没变，但听上去就是不是一下子就变愚蠢了，失去自我安慰作用？同样，卖出后，如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

果涨了，就自我安慰反正是赚钱卖了的，不亏。卖出后如果跌了，就开心无比，表示自己做T 成功，捡到了差价。

这种做法，无外乎是一个价值投资的刘大爷（选股成功与否暂且不论）和一个买到秘籍的刘大妈合体了。如果我们同意刘大妈的秘籍是明显愚蠢的，那么她和刘大爷捆在一起，也一定不会是刘大爷plus提升版。

当然，以信息优势或者潜在事件，或者围绕企业估值高低区间进行的高抛低吸，虽然形式上也是波段操作，但不在上文批驳范围内。

文章是东拉西扯的散打，表达的是个人看法，不见得百分百对，也不期望说服真迷波段和做T 的朋友，只是提醒多做思考，多做逻辑推演，从三派九流的投资风格中，找到真正有确定性的投资道路，不浪费金钱，也不浪费生命。

真要想浪费，咱们也要浪费在花前月下的美好事物上，何必浪费给一堆方头方脑的k 线和一面毫无表情的电子屏呢，您说对不？

最后，让我们重温投资界那位最成功的老人所言来作为收场：

我觉得投机是一个不太聪明的做法，你需要非常多的运气才能做成这件事。当然，投机行为的盛行，会给投资者更多的机会—— 沃伦. 巴菲特。

我从来没有见过能预测市场走势的人。对于未来一年股市的走势，我们不做任何预测。我们过去不会、现在不会、将来也不会预测—— 沃伦. 巴菲特。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20170728 散打投资4

今晚，茅台半年报发了，趁兴来看看，看能不能有什么可写的东西，填补一下书房的空白。可惜大致翻看了一下，基本上没出书房5月20 日《2017 ，茅台的明牌》和6 月11 日《茅台藏宝图》两篇文章范围。老生常谈就无趣了，老唐可不愿写些老掉牙的“ 正如我们所料……” 文。不写也罢。但既然架势都拉开了，索性扯点散打吧！扯一篇算一篇，也是老唐的“ 日拱一卒” 。

说起“ 日拱一卒” ，这是老唐最喜欢的一句话了，我经常把它放在书房文章末尾，说它是我的座右铭应该八九不离十。它既是老唐所遵循的一种人生态度，甚至也是一种重要的投资思想。

这枚日拱一卒章，年初在书房里订购过签名书的朋友，手里都有。但各位不知道的是，老唐其实有两枚印章，原来准备在两本书上盖不同印章的，但由于另一枚内容可能引起歧义，这才统一都盖了“ 日拱一卒” 章。另一枚是啥神秘内容呢，等下揭宝，先说“ 日拱一卒” 。

关于“ 日拱一卒” ，常见的用法则多是“ 日拱一卒，功不唐捐” 或“ 日拱一卒、不期速成” 。“ 功不唐捐” 是佛家说法，意思是所有的付出都不会白白浪费的，强调的是对价：有回报；而“ 不期速成” 则是谈心态的，不要期望着迅速达到目的，要慢慢来，强调的是盼望：期。

在我看来，这两个意思，背后都藏着些乞求和功利的感觉，我不是很喜欢。我个人喜欢用“ 日拱一卒，不期而至” ，只要每天进步一点点，不在乎快或者慢，我们会发现，不经意间，已经完全不同了，或许就达到甚至超越了自己期望的境界，强调的是结果：至。

卒，也叫兵，是中国象棋里一种比较憨笨的兵种，其特点是不能后退，且每次只能行进一格。与其他威力兵种，例如车马炮相比，步伐慢、威力小。但正因为其执着和被轻视，象棋里经常会出现车马炮拼光光，最终靠几个甚至一个小卒子解决战斗，获取最终胜利的情况。街边残棋摊上，这种情况尤其常见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

很巧，国际象棋里也有这个只能前进不能后退的兵种。在国际象棋里，一个小兵兵只要一直拱一直拱，一直拱到对方的底线上去，就有权变身了，变车，变马，变后，变象，随自己心意。这大概也是为了鼓励日拱一卒的精神吧！

把日拱一卒套用在生活中，如果你每天都能抽出一小时乃至半小时，阅读一点自己需要跳一下才能理解的新知识，一天一天不觉得有啥，但如果你记录的有日记或者笔记，半年一年后，你再回头看，就会发现自己不知不觉间，已然脱胎换骨。

不说伟人，就厚着脸皮拿老唐自己说。没读过大学，没学过会计，没从事过任何和财务有关的工作的笨老唐，居然写了本两年多时间内重印16 次，印量近20 万册的财务书，自己也感觉不可思议，天方夜谭一样。但它又的的确确是自己日拱一卒，一点一点积累出来的，结果就这样“ 不期而至” 了。

日常学习如此，做投资也是如此。按照巴神的说法“ 追求高收益率是有害的。” 一个投资者不去追求什么秘诀，不去寻找一次搞定所有问题的圣杯，只求每天都能比昨天多知道一点点，在股权代表企业所有权（而非博弈的筹码）的正确道路上前进一点点，对企业的理解深入一点点，日积月累，不知不觉的，或许你原本期望的财务自由目标就达到甚至超越了。

在某种意义上，“ 日拱一卒 不期而至” 和“Slow is Fast” 有点意境上的相似，或者和交警常用宣传语“ 十次事故九次快” 类似。

回忆我们自己经历过或者我们看到过的赔钱交易，你一定会发现绝大多数都和求快、求暴富有关，无论是追热点的还是加杠杆的，本质都是求快。

最近的例子，好像前段时间雪球有位炒股亏掉首付后要死要活求募捐的小伙子，帖子里就写到“ 我时间有限，必须快进快出！赚一笔就走” ，结局嘛，当然如同网络段子所说“ 亏钱的主要原因，是不肯慢慢赚钱” ，小伙子确实是快进快出，迅速给市场留下一笔钱，出来求募捐了。

“ 我也认同价值投资，但太慢，等我先投机赚到大钱了后，我也会改行做价投的” ，生人熟人里，持这种论调的，不是少数吧？细想

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

其实蛮搞笑的：

投机若能赚到钱，何必做价投？

投机若是不赚钱，何必等以后？

老唐的另一枚印章，刻的是“ 多看一二” 。看上去意思好像是劝导别人多看《手把手1 》和《手把手2 》，哈哈，可不是这个意思。也正是担心引起这个误解而又没地儿解释，所以，年初的签名书上，老唐犹豫半天，还是没盖这枚章。

“ 多看一二” 这四个字，节选自“ 人生不如意事，十之八九，多看一二” 。它代表着一种看问题的视角，一种乐观的人生态度，一种轻视困难，寻找解决方法的思考方式。

每个人的生活，都难免有些灰暗面，你如此，我如此，即便是王首富，恐怕也是如此，否则不至于把自己辛辛苦苦收下的大片土地，拱手让与他人。但人和人的区别恰恰在于，你是盯着那不如意的“ 十之八九” ，还是更开心地看到了另外的“ 一二” ？这个选择，决定你每日里是快乐的、充满希望的？还是悲哀的、黯淡无光的？

你自己眼中看到的是“ 一二” ，你分享的是“ 一二” ，身边的人从你身上感受到的是希望，是快乐，是正能量，别人自然就更愿意向你靠拢，你也就更能得到别人的尊重。

你自己眼中看到的是“ 八九” ，你分享的是“ 八九” ，你自然就是拿别人当垃圾桶，你就是那个四处丢弃垃圾的垃圾人。别人可能同情一次，嘲笑一次，忍你一次，三次到顶，巴不得想办法远离你。没有谁乐意当垃圾桶的，毕竟每个人也都有自己的人生，都有自己的“ 八九” 。

短期内也许看不出来太大差别，但“ 一二” 被人乐意接近，被人喜欢，“ 八九” 让人想尽办法远离，长此以往，人生的差距，不知不觉间就出来了。

人生如此，投资也同样如此。所有的价值投资者，都是谨慎乐观主义者，都是看见了不尽如人意的世界里，总有些“ 一二” 推动着人类前进。正是因为“ 多看一二” ，我们才愿意将现在的购买力推迟到未来，换取更多的购买力；正是因为“ 多看一二” ，我们才会相信低估的资产总是会被资本所发现，最终会被资本推高到社会平均收益率位置，正所谓价值或许迟到，但从不缺席。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

同时，多看一二，也是一种专注，一种有所为有所不为的精神。优秀的企业总是少数，中国股市之垃圾品种，十之八九，“ 多看一二” 。将精力和注意力放在优秀企业身上，在“ 一二” 的范围内，一边搭乘“ 一二” 自身成长的便车，一边获取相对于其他市场参与者的局部优势。这是在上行的电梯上跳跃，对错都有企业上行兜底。哪怕你作死犯错，使劲往下缩，也可能会被企业经营获利硬拽上来，强迫你成为“ 七亏一平两个赚” 里的“ 一二” 。

只要远离了“ 八九” ，多看那些“ 一二” ，就已经从战略上占据了有利态势，即便是有战术错误，也不会是胜利到来的快慢问题而已。只要企业是真的持续赚钱，股价，那东西其实真心不用太关注的。无论是传统行业还是新兴行业，无论是小盘股还是大盘股，无论是头肩顶还是中继旗形，无论靠山姓X 还是姓S ，只要这企业能真金白银的获取高于社会资本平均回报率，天性逐利的资本，自然会寻着味儿来，抬高甚至过分地抬高其价格的。这就是价值“ 一定会” 回归的本质原理，它不取决于市场炒或者不炒蓝筹概念，资金是喜欢追漂亮50 还是要你命3000 ！

一旦你的注意力在“ 一二” ，你完全不需要去紧张大盘会如何，国家队会如何，证监会会如何，央妈会如何，庄家会如何，明天会不会低开，天会不会灭我…… ？省下这些担心和焦虑，让自己和自己的财产都更轻松一些，不也是人生的“ 一二” 那部分吗？

祝大家「多看一二」「日拱一卒」。

现在公众号可以设置定时发送了，老唐终于可以跟给大家道一声“ 早安” 了！

20170809 散打投资5—8 ，10 ，11 - 腾讯

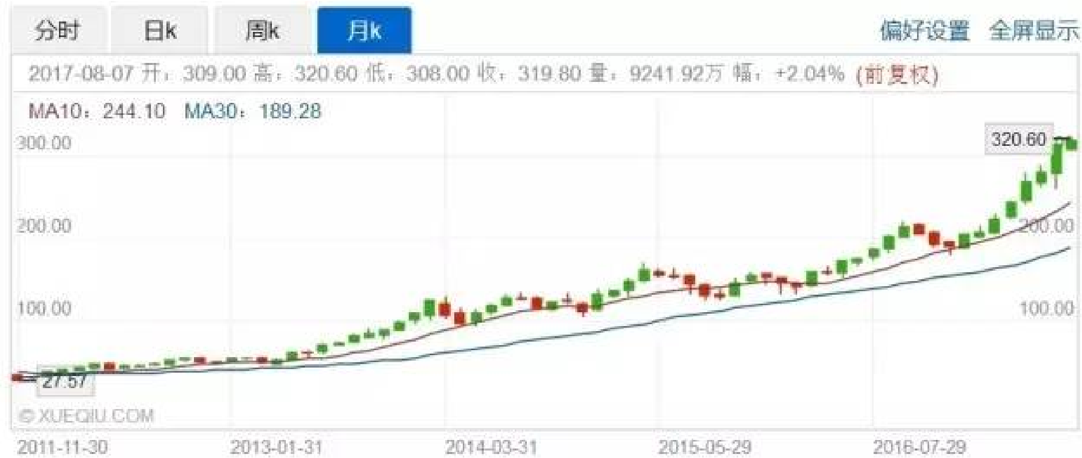
散打投资5- 腾讯1

本文究竟是定名为《聊聊腾讯1 》还是《散打投资5 》，或者干脆以读书笔记的形式出现，老唐犹豫了很久，最终还是归入散打系列了。

腾讯是台印钞机，这是几乎所有的市场参与者都知道的事实。对腾讯的投资与否，决策障碍从来不在经营业绩好不好，而在于如何理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

解科技企业的确定性问题上。因此，本系列可能会更侧重思考：面对腾讯这样的公司，老唐本人的投资理念所受到的冲击以及对其展开的思考。所以，想来还是归入散打投资系列较为合适。



下面是过去10 年腾讯的营收和净利润增长图（单位百万）。腾讯只花了短短十八年，就从一无所有变身为营收过千亿，净利润数百亿，创始人马化腾也以约2400 亿人民币的身家，成为今日的中国首富。

2400 亿是个什么概念呢？就是让你每天搬走1000 万，你需要全年365 天不休息，持续66 年才能搬空。这个财富积累速度，相对于传统企业而言，腾讯更像是个企业或行业的快进版本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



观察这个快进版，让我们能够更快更直接的感受到企业在不同生命周期的特征，反思我们当时如果在场，在不知道未来的前提下，能否就当时的已知因素做出投资决策，为什么？老唐对此产生了一些思

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

考，暂时还不知对错，试着码字理一理，一边是和自己内心对话，同时也希望呈现出来和朋友们探讨。

一定要提请注意：互联网行业对后知后觉的科技小白老唐而言，是全新的领域。和腾讯的真正接触，只能从去年9 月开设唐书房以后算起。截止现在，老唐也只是个持有腾讯股票七八个月，仓位占比仅7% 的小学徒，一切都在摸索学习中。所有文字均为「不知对错」的个人心得，未来可能会分享的买入决策过程，也非常非常可能是「错的思考+ 偶遇风口= 对的结果」，还请对本系列观点持批判式心理阅读，切切 ！

还是老规矩，散打散打，是双手放在键盘上，即兴想到哪儿写到哪儿。如果主题不明，或者写着写着没兴趣了导致中途撒手（此处应伴随“ 有钱的捧个钱场，没钱的捧个人场” 的江湖大力丸吆喝声），还请各位见谅—— 如果有新朋友不知道“ 散打” 的来源，请查看书房“ 投资之道-- 投资理念” 里面的《散打投资1 》。

01

闲话不表，书归正传。话说在网络上讨论投资理念时，只要你敢说你的投资体系依赖于对企业的深入研究，几乎百分百确定会遭遇一个优越感含量超999% 的当头棒喝：“ 马化腾就曾数次打算几十万（几百万）把腾讯卖掉，董事长尚且看不清楚自己企业的未来和价值，你又何德何能会认为自己的研究有效呢？！”

以前，老唐对这种质问，所做的回复大致如下—— 摘几段自己的雪球旧帖来回忆一下：

马化腾贱卖腾讯的例子，在很多地方都被人用来证明认识企业很难。但事实上这个例子只是证明了“ 某种类型的企业很难被认识” ，这一点纯夹头也没有异议。幸好这世界上还有不少无趣的、一点儿也不激动人心、在可见的将来其商业模式很少会发生变化的企业存在，那里才是夹头的主战场——2016 年3 月17 日。

无数次地看到了有人用马化腾低价卖出腾讯股票来说研究企业之难，其实那只是证明了研究某类企业很难。有一尺高的栏，就别想着见栏就跳，这是所谓能力圈的核心要点——2016 年10 月23 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

很多人一听到深度研究，会立刻跳起反驳说，企业董事长也不见得能预测企业，马化腾还准备30 万卖了腾讯。这是人云亦云、没有过大脑的表现。获取投资回报，一方面是企业经营带来的回报，一方面是互摸腰包带来的回报。

前者，需要我们理解企业，至少需要我们排除那些无法带来回报的企业，这个需要研究吧！你总不能说我随便按一个代码，也比你看了一百份财报选出来的企业厉害。

后者，则追求的是老虎来了，我不需要比老虎跑得快，我只需比同伴跑得快就行。深度研究者，只在自己研究过的企业里打狙击战，只要在这家企业上比没有研究的人占据比较优势就好，并不需要一定要高瞻远瞩高屋建瓴目光远大直视未来。因此无论从企业回报，还是博弈回报角度考虑，我都认为深度研究优于不深研，不深研（就叫浅度研究吧）优于不研究。——2016 年12 月10 日。

今年初，通过对腾讯财报及相关资料的学习，尤其是《腾讯传》和《X 光下看腾讯》两本书的阅读—— 后文有大量资料笔记，均摘录自这两本书—— 老唐发现，以前给的回答不够痛快，也不算直击要害。实际上还有更精辟、更准确的答案，那就是：马化腾将腾讯报价几百万乃至几千万人民币出售时，是严重高估的，卖不出去是正常的。

是的，那时的几百万，比今日的三万亿贵，不投的才是投资者。老唐认为，在2001 年南非MIH 集团之前的腾讯投资者IDG 和小超人，只是赌风口的投机赌徒，是小注怡情，随便赌赌，其获利有很大的运气成分。相比其所承担的风险而言，其回报并不算高—— 结论有点骇人听闻哇 ？先不忙惊诧，且容老唐慢慢道来。

02

1998 年，今日天朝互联网界叱咤风云的大亨们，已经陆陆续续粉墨登场了：4 月，张朝阳克隆美国雅虎，做了搜狐；6 月，UCDOS 的发明人鲍岳桥，创办了联众游戏；6 月，不知妻美刘强东取自己和女友龚小京的名字各一字，给新成立的公司取名叫京东；10 月，未来将以对付流氓插件而闻名的周鸿祎，创立了著名的流氓插件公司3721 ；12 月，新浪网成立…… 至于马云的阿里巴巴，陈天桥的盛大，朱骏的九城，李彦宏的百度等，那是一年后才陆续创立的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1998 年，有两个人完美的错过了新世界，一是雅虎杨致远。两位斯坦福校友找到如日中天的杨致远，开价100 万美元，出售他们搞的一套搜索技术，被杨致远亲切地拒绝了。后来俩校友只好自己运作，给公司起了个名儿叫GOOGLE ；二是伴随着儿子的诞生，和杨致远那两位斯坦福校友同龄的笨老唐，总算心有余悸地爬出了期货爆仓后的深坑，于这一年在老家小县城买下了人生第一套房（小套二），然后，又没钱了 。

此时，比老唐大一岁半的马化腾，被网友丁磊（他俩早在1995 年就线下会过面了）卖邮箱系统变身百万富翁的传奇故事刺激，打算从就职的润迅公司—— 南方最大的寻呼机服务公司辞职，要自己开公司创业啦！

丁磊和老唐同年，辞职下海比老唐晚半年。1998 年丁磊开发了世界第一款中文免费电子邮箱系统，并将其销售给各地互联网入口网站（那时一般叫某某信息港），成了网络世界的传奇。那时，同龄人笨老唐，对新世界一无所知，依然抬头看三尺青天，低头找一日三餐—— 知识就是力量，起点的知识差距直接导致20 年后，一个是天上的丁丁猫儿，飞在空中打旋旋儿；一个是地下的糖麻饼儿，窝在书房打转转儿 （注：丁丁猫儿，成都方言，指蜻蜓）

马化腾计划的创业项目，是销售自己开发的网络寻呼系统。简单的说，就是用户可以通过互联网，而不是电话，将需要发送的信息发到接受者的寻呼机上。或者用户可以不拥有物理的寻呼机，通过虚拟的寻呼机号绑定的电子邮箱就可以收到信息。

再精妙的创意，也抵抗不了行业的坍塌；战略的错误，不可能靠战术的勤奋来弥补，小马哥撺掇几位同学一起参与的创业生涯，过的无比艰难。伴随着手机替代寻呼机的浪潮，小马哥的生意断崖式下跌，已经不是能卖多少钱的问题了，而是免费送都没有人要—— 因为寻呼台本身也已经要亲自去死了 。

小马哥快撑不下去了，正如他后来的回忆：“ 在创业的那些年，我们从来没有想过未来，都是在为明天能活下去而苦恼不已。”—— 投资也是如此，选择比努力更重要，有些行业就是天生命好，而总有些行业，怎么努力也只是挣扎沉沦。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

03

此时，一个偶然事件触发了QQ 的诞生：1998 年8 月，广州电信想购买一款类似ICQ （I seek you 我找你，以色列几个年轻人搞的一款网络即时通讯工具）的工具，面向社会招标。

反正腾讯的网络寻呼系统也看不见啥希望，腾讯五个创业青年就琢磨搞个方案去投标。闭门数日，搞出个山寨品，取名OICQ （open icq 的意思），中文名儿叫“ 中文网络寻呼机” ，你看从寻呼机公司出来的小马哥，脑袋里死死地盯着寻呼机呢！

结果，中标的是另一家更早的山寨品PCICQ 。怎么办呢？这个破山寨软件，还搞不搞呢？搞吧，前面已经有三个山寨前辈了，起步都比OICQ 早，而且看不出来这免费小软件有任何盈利可能；不搞吧，听说美国有个冤大头叫美国在线的，花了好几亿收购了以色列的ICQ ，好几个亿啊！

最后，马化腾犹犹豫豫地决定：要不，咱们先养着吧？万一 哥几个好运气，也撞上个美国冤大头呢！

后来嘛，一者由于对手们根本没投入什么精力在这个小玩意儿上，二者由于以马化腾为首的这伙人，基本上都患有轻度偏执，特别在意产品体验，搞了不少符合中国用户使用习惯的微创新。总之，不知不觉间，OICQ 的用户多起来了。

用户多起来了，当然是好事。可好事也有另一面，这个滴滴叫的小企鹅，此时没有任何产出，每增加一个用户，就需要服务器和带宽—— 而这，需，要，花 ，钱 ，买 ！

那时，一台服务器死贵死贵的，要四五万。几个创始人，一边得意于自己的产品被越来越多人喜欢和使用，一边头痛天天增加的用户张嘴吃掉的现金。几个创始人为了钱，放下那颗有尊严的心，什么业务都接，帮人做个网站啦，替人设计几个网页啦，撺掇几台组装机啊，反正挣来几万就给小企鹅吃几万，挣来几千就给吃几千喽！

这样也扛不住，怎么办？所有人工资降低一半，只发饭钱。还是扛不住。马化腾们来不起了，卖了吧！开价300 万，想卖掉这个已经拥有100 万注册用户的OICQ 。不卖不行啊，山穷水尽了，公司账上现金只有一万元，眼看就撑不过下个礼拜了。

04

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

卖，谁买啊！你买吗？这是个什么东东呢？不知道怎么赚钱不说，还不知道未来需要继续投入多少钱，而且市场上还有好几个同类产品。更关键是的，这破玩意儿也没啥难的，真要想做，请几个程序员，研究研究也能山寨个八九不离十 。

300 万？穷疯了吧！马化腾们在深圳广州北京，通过各种各样的关系，找了很多家企业，通通被拒绝了，最高的一家出价60 万。估摸着是按照腾讯已经买下的服务器和桌椅板凳估的值。

今天，许多人说，如果当时300 万买下腾讯，今天是三万多亿（港币），18 年100 万倍，年化复利115% 。错，错，错，这不是投资，连投机都算不上，这是且只是YY 。如同看见彩票开奖后说，只要昨天投入2 元钱买下这个号码，今天就可以获利500 万。那只是大脑短暂缺氧，忘记了无数其它没中奖的炮灰，而且你绝对是大大大大大大大概率买到不中的那个号 。

腾讯是走到了终点，但别忘了，过去18 年里，腾讯有无数的机会死掉，如同它曾经的无数同行一样。那些没有被人们记住名字的X 迅们，默默地死在道旁，无人问津。每一个迅的尸骨后面，都有着一堆杂乱而肮脏的烟头和方便面饭盒，无声的讲述着一个又一个300 万现金焚烧成灰烬的创业故事。

实业商人里，价值投资者多。这些人真的是以生意眼看待小马哥的故事（而不是将希望寄托在接盘侠身上），所以不接招才是正确的选择。不接招的原因很简单，对于一门根本看不见盈利可能，且还需要不断投入才能活下去的生意来说，300 万要价，太贵了，贵的离谱。100 万倍，只是事后YY 的镜中花水中月。

马化腾们卖身未遂，被逼无奈之下到处找熟人借钱，几千几万几十万的，都借。当小马哥穷途末路，妄图引领潮流玩一把债转股，用公司股权来抵债。债权人听了都十分感动、然后拒绝了—— 十动然拒 。

甚至有朋友仗义的说：没关系，你若真的没钱，不还也可以，但我不要你公司的股票。这话外音明明是：刺奥，你暂时没钱，欠条还在，只要你马化腾不是安心做一辈子穷鬼，我的钱总还有希望。转股？真要鬼迷心窍转了股，你公司一倒闭，老子P 也没有一个，还要被朋友圈笑话智商欠费—— 今日回到那日，你会不会这么想？或者你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

想想今天你的身边，有没有那种生意做得到处借钱的朋友，你对他公司的股权持什么态度？

05

合该小马哥命好，两个冤大头在最紧要的关头，头顶锅盖、腰缠海带，伴随一片七彩祥云，当铛凼当、当里个当…… 闪亮登场了——救命的IDG 和小超人来也 。

他们的注资，在眼看就要断气的刹那，挽救了腾讯，使腾讯在竞争同行们纷纷冻死的科技寒冬里活了下来。IDG 和李泽楷这笔投资，一年多时间获得了约11 倍的回报。

但老唐认为，这不是投资，只是一次押对宝的赌博。为什么这么说呢，只见老唐从腰间掏出惊堂木，啪啦一声响，且听那，下回分解……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

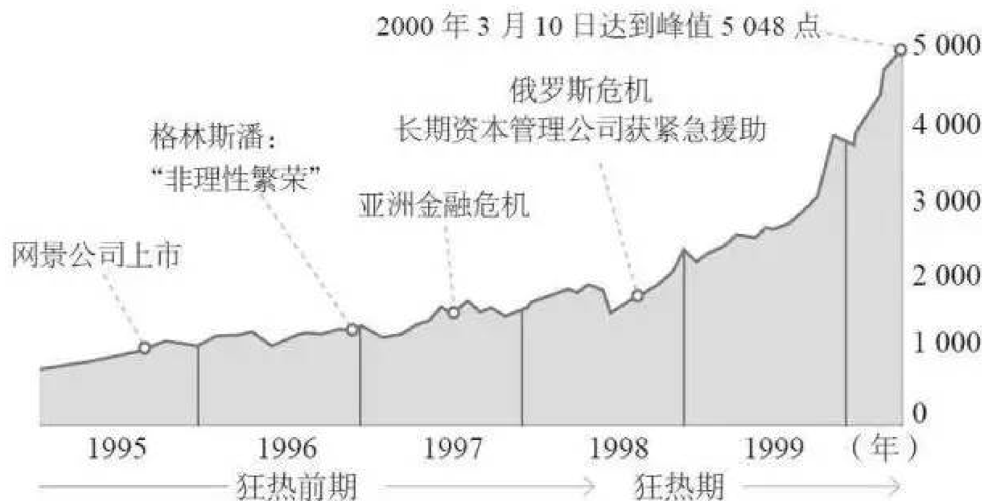
20170810 散打投资6 – 腾讯2

上篇《散打投资5 》发出，很多朋友抱怨太短，没看过瘾。饿地个神也，一篇已经四千多字了，还说短？ 老唐理资料和码字也需要时间啊，而且，最关键的是：需要有大量时间开展新的阅读和学习啊！正如提子曾经曰过的：

否则，慢慢的就变成“ 面目可憎、言语无味” 了 。

但是，好吧，看在据说加更有奖的份上，今天拼了，紧赶慢赶，加推一篇。下一篇，再快也要下周去了。别催，驾校除名、越催越慢

上回说到，在腾讯眼看已经接不上气的时候，两个盖世英雄——IDG 和小超人—— 头顶锅盖、腰缠海带，脚踩七彩祥云飞过来了。这俩盖世英雄是来拯救意中人的吗？NO ，有图有真相



这股著名的网络热潮，生命期只有18 个月，从1998 年9 月启动，到2000 年3 月到达巅峰，期间任何一个只要和.com 沾边的公司，市值或估值都能翻倍。只要设立一家.com 公司，哪怕什么业务也没有，它的股权就会被万众追捧，甚至可以直接当钞票用，比如可以用来支付别墅游艇趴体费用什么的 。

Paypal 创始人曾经回忆说，1999 年他创立了paypal ，初始直接花钱购买注册用户，任何人注册就给10 美元，每推荐一个新用户再给

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

10 美元。就这样的商业模式，在2000 年2 月市场估值就给到5 亿美元，并成功融资1 亿美元。

甚至很多人求着paypal 收下他们的钱，其中有家韩国公司就玩霸王硬上弓，没签下入股协议的前提下，硬性给paypal 公司汇款500 万美元。Paypal 不收这笔钱，想退回去，韩国公司坚持不提供公司地址，让paypal 无法完成退款—— 这特么的都什么事儿啊 ！天方夜谭一样。

盖世英雄和小马哥擦出火花，是2000 年初，签订最终协议是2000 年4 月。看看上面那张图，我们完全可以脑补当时的IDG 和小超人对未来的憧憬。

吴晓波在《腾讯传》中写到，曾李青—— 就是前段时间朋友圈发帖，说所有投乐视的都是傻逼的那位—— 编写PPT 的时候，怎么也编不出盈利预测那段，修改了6 遍，还是只能含糊其辞—— 可见曾李青老师的PPT 神功，距离贾总跃亭还是有巨大差距滴！

马化腾的真诚性格，在这次性命攸关的融资过程中，展露无疑。IDG 代表拿着财务报表和曾李青的PPT ，心中嘀咕着：“ 这财报一看，不用老唐手把手，也知道结局就两种，一是我们不给钱，腾讯马上死。二是我们给钱，腾讯能不能活，看命” 。看着财报，此人随口问了马化腾一句：“ 你怎么看你们公司的未来啊？” 马化腾耷拉着脑袋回答：“ 我也不知道。” 哈哈，我也不知道！

以“ 私奔帝” 王功权为首的IDG 团队拷打，哦，错了，是拷问了马化腾一个晚上，马化腾的答案一以贯之，犹如一首RAP ：

我们的用户增长很快。

但用户在哪儿，不知道。

用户是谁，不知道。

靠什么跟用户收钱，不知道。

怎么跟用户收，不知道。

不知道，不知道，切克闹！

总而言之

统而言之

很多人喜欢我。

但我不知道如果收钱他们还会不会喜欢我，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我也不知道怎么样才能从他们手中收到钱。

嚯嚯哈黑！

快使用双截棍，嚯嚯哈黑！

IDG 团队当即吐血三升，但转眼一想，这么老实的企业创始人，真是三千年一开花、三千年一结果啊，怎么就让我们遇见了呢！

此时，曾李青又通过其他朋友搭上另一条线：刚刚因提出数码港概念大红大紫的香港盈科，其掌舵人是李嘉诚之子，人称小超人的李泽楷。然后曾李青在IDG 和小超人之间借力打力，这边跟IDG 说，李泽楷非常想投；那边跟李泽楷说，IDG 已经要签字了，再晚就错过这趟班车了。

这小手段搞的IDG 和李泽楷都蠢蠢欲动，结果倒是出乎马化腾们意料，两家最后决定—— 抱团壮胆，各投一半 ，这样就可以各自用“ 虽然我们看不懂腾讯，但盈科/IDG 敢投，我们信任他们的专业水准” 给自家董事会交待了 。

你来我往，想吃肉又怕挨打，进度就这么慢腾腾的拖着。可腾讯等不起啊，救命啊，再不给狗粮，我当场就死给你们看！俩盖世英雄闻听此言，虎躯一震，事到临头不忘欺负老实人，临时提出一个对赌协议，说：“ 估值不变，先给一半。一年内达不到承诺用户量，另一半不给，股份比例不变” 。

老实人此刻等钱救命，也顾不上那许多了，签字，给钱，快快快，已经没钱搭地铁回家了。哦，不对，那时还没地铁。

协议怎么定的？估值550 万美元，出让40% 股权，融资220 万美金。IDG 和小超人各出110 万，各占20% 股权。这个对赌协议就意味着，马化腾签字后，只能马上从两位英雄手中各自拿到55 万美金，合计110 万。如果一年后，用户数量增长不理想，后面的钱就没啦，就相当于公司按照275 万美金估值卖掉了40% 股权。

这550 万美金的公司估值，又是怎么算出来的呢？使用的是相对估值法还是绝对估值法呢？—— 关于相对估值法和绝对估值法，请看去年9 月的书房文章《聊聊估值（上）》和《聊聊估值（下）》——你绝对想多了，这次估值，跟估值法完全不搭界，也丝毫不神秘，简而言之，就是专业人士照样瞎摸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

腾讯哥几个算了算，要撑过下一年，买服务器加上发工资，估摸着要1000 万软妹币，哥几个的底线是只出让40% 股权，保持控股权在手。所以，按照当时的汇率反推出来，公司估值必须为500 万美元才能满足这俩条件。然后，考虑到还答应了中间牵线的皮条客一些好处，马化腾又咬咬牙，给ppt 估值加上了50 万美元 。

Done ，一个伟大企业的估值，就这么算出来的，哈哈，憋住，别吐血。

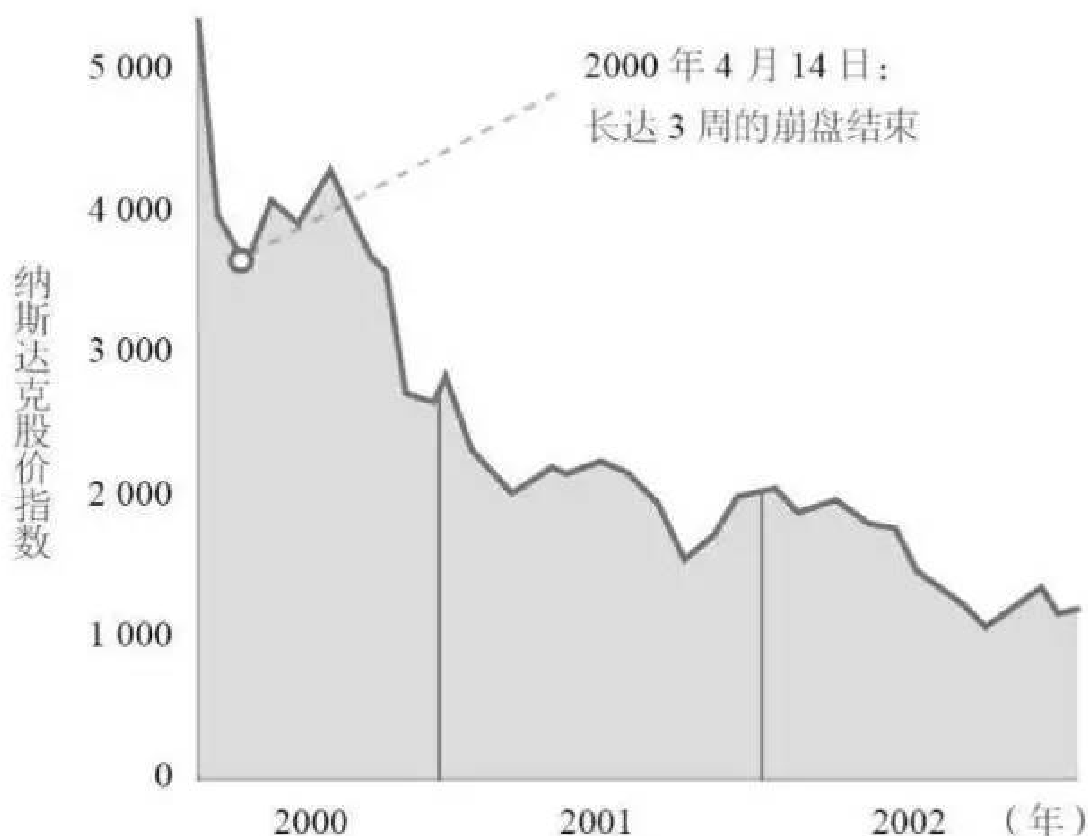
前面说没钱搭地铁，是个玩笑话，但当时腾讯确实是要揭不开锅了。穷急到什么程度呢？IDG 和小超人答应投资以后，因为法律文件起草需要时间，而且资金从境外进来，需要跑一堆外汇方面的手续，预计要一个月左右才能到账。但腾讯已经是眼看断气，真等狗粮按照官方速度送到，可能已经死的梆梆硬了。

情急之下，IDG 代表找到一位私人朋友，让朋友帮忙先拿出450 万人民币给腾讯续命。就这样，腾讯这口气算是接上了—— 这件事告诉我们一个深刻的道理：交个土豪朋友，是很重要滴

这里要记曾李青一大功，按照当事人的回忆，这个40% 股权融资协议是2000 年4 月最终签订的，没举行任何签字仪式，就是三家人各自守在传真机边上，签字传真了事。据说当时马化腾还有些犹豫：“ 就这么签了？” 曾李青催促到：“ 就这么签了吧，再迟就来不及了！”

这绝对是价值千金，不，价值亿金的一句话 ，因为，嚯嚯，看过来看过来，这里的曲线很精彩～～

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



两张曲线图均来自图书《从0 到1 》

签字，拿钱，崩盘…… 死的不要不要的，再想撞上冤大头？做梦去吧您。于是，一大群还在待价而沽，摆好pose 才肯签字的网络科技企业，忽然发现风投大佬们眨眼间就老母鸡变鸭，金光四射的凯子相，瞬间漂移成葛朗台橘皮脸 。

2000 年3 月底，毫无预兆的，纳斯达克指数闪崩了，从此踏上了漫漫熊市的不归路。新浪网从泡沫期最高价58 美元，一年多时间跌到最低1.02 美元，搜狐跌到0.6 美元，网易更惨，跌到0.53 美元，还收到交易所退市警告—— 这里也诞生了投资界的一段传奇：段永平在均价约1 美元的位置买入约200 万股网易，持有至2010 年前后，获利超过120 倍（一拆四以后的30~35 元间卖掉的）。当然，段总卖掉至今，网易股价又涨了10 倍，这又是另一个世界的精彩了。

可惜了了，段永平原本也混雪球的，字号@ 大道无形我有型。以前还可以经常跟段总互动一下，不经意间偷点真经的。后来嘛，呵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

呵，喷子太多，大道再有型，那也双拳难敌群喷，缩地成寸，遁回网易博客那一亩三分地去了 。

段永平成名于小霸王游戏机，后创立了步步高（现已分化成步步高、oppo 和vivo 三大块），再往后转型投资，真正大道无形，水平相当高 。其投资思想和实战操作，是老唐认为最当得起“ 中国巴菲特” 称号的人（当然，Mr. 段已经移民美帝，叫中国巴菲特其实是不对的），他最近几年的核心持仓主要是苹果和茅台。

继续说纳斯达克闪崩。纳斯达克闪崩了，但马化腾们已经巨资到手，贫道有钱、道友没钱，那简直是扩张的天赐良机，更何况还有欺负老实人的对赌刺刀在屁股后面顶着。马化腾当然是选择梭哈，将到手资金悉数投入到服务器购买行为上去。

不要钱给人提供服务，网民当然欢喜，注册用户数当然飙升。用户飙升的结果就是：需要更多钱买服务器买带宽。买买买，没钱拿什么买？问题兜了一圈，又回到原点 。

IDG 不—— 想—— 给—— 钱！为乜嘢？因为网络泡沫破裂了；因为拿着望远镜也看不见接盘侠的踪迹；因为IDG 根本就不懂腾讯的生意模式，他们只是迎合资本市场的喜好，到处撒胡椒面，有枣没枣打三竿再说。

自98 年网络热潮露头开始，IDG 中国先后投了80 多家创业企业，累计投资金额约1 亿美元，每家投资50~150 万美金之间（看见没？给腾讯投110 万美金，正好是一颗平均大小的胡椒粒儿）。除了金蝶成功上市，其他的互联网企业几乎无一例外遭受重创 。

为了自己的生存，IDG 此刻不仅不想往外面掏钱，反而想尽一切办法寻求套现机会。拿着腾讯股权，IDG 找了搜狐张朝阳，拒绝。找了新浪王志东和汪延，拒绝。找了雅虎，拒绝。找了自己投资的金蝶，拒绝。找了联想，拒绝。小超人找自己旗下的上市公司Tom.com，居然很没有面子地被管理层拒绝 ……

在这些人眼里，这个破软件，自己随便找几个人加加班也可以搞出来，拿几百万美金去买，是忘记吃药了吧 ？

此时，我们看清楚了IDG 和小超人的投机面目了吗？他们根本就不是考虑公司价值的“ 投资者” ，只是两个击鼓传花游戏的参与者，他们以为鼓声不会恰巧在自己拿到花儿的时候停下来。还好，那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

些鼓声真停了的项目，今天已经无人想起，大佬们当然也不会在电视秀里自爆黑历史了。能说起来，那都是腾讯、金蝶、搜狐、当当、balabalaba…… 遍地黄金、唾手可得，看本帅只手遮天、玩转江湖，哇呀呀呀！

腾讯确实是没有停下来，仅仅一年之后，一双伟大的投资眼看中了它，从一个无人知晓的角落里斜刺杀将出来，为其估值6000 万美金，做了IDG 和小超人的接盘侠。直到今天，这位令人尊敬的传奇接盘侠也没化妆撤退，依然持有腾讯约1/3 股份，市值超过1300 亿美元，16 年增长超过六千倍。它，就是南非MIH 集团 。

今天的投资圈里，有很多不明真相的群众替IDG 和小超人惋惜，好像如果他们不在6000 万美金估值时，卖给南非MIH 集团，今天就可以多拿六千多倍的回报，创造出投资界第一奇迹。老唐觉得，大错特错！从6000 万到4000 亿的这部分财富，本来就不属于IDG 和小超人。这是投资理念决定的，在买入的那一瞬间，冥冥中结果已然注定。

IDG 和小超人，听到6000 万美金估值，欣喜若狂。在互联网寒冬中，一年多时间11 倍溢价退出，证明了之前的投资决策是多么的英明伟大光荣正确啊！卖、卖、卖，IDG 总部和小超人决定“ 老夫一把梭，一股不留！” ，好在IDG 的项目联络人王树坚持不同意出清，总部最终做了让步，卖12.8% 的股权给MIH ，保留了7.2% 。小超人身边却没有一位这样桀骜的部下，所以，20% 股权梭哈了。

IDG 和小超人从投入到退出，能看出一点点投资的气息吗？我觉着没有，只是短期投机行为罢了。如果和同期几十家其他项目一起考量，投资回报率甚至可能低的可怜。

那么，伟大的MIH 又是如何发现腾讯的价值，如何做出投资决策的呢？这开始跟投资二字沾边，开始拷问我们和伟大投资者之间的思维差距，开始有了夹头的学习空间了。

此时，只见老唐从腰间掏出惊堂木，啪啦一声响，且听那，下回分解

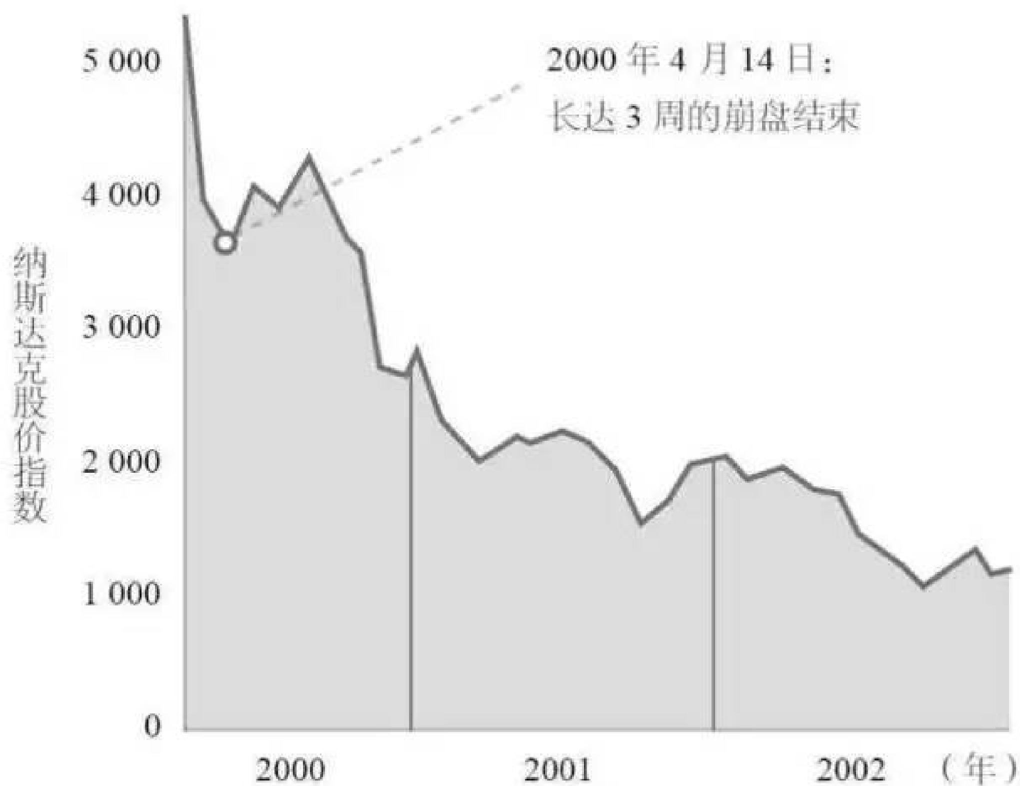
…… 飞刀 ，我躲 我躲 我躲躲躲 ……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20170812 散打投资7 – 腾讯3

这篇偏理论，文字风格略收敛，但长度却有近7000 字。为便于阅读，我分成两篇一次推送，也不知道各位会不会读的打瞌睡。如果有，请留言里反馈，下次改 。

上回说到，就在腾讯刚刚拿到IDG 和小超人的投资款后，纳斯达克指数毫无预兆的闪崩了。



一时间，互联网企业股价跌的惊天地泣鬼神，闻者伤心见者流泪。持有高科技股的投资者和创业者，从天堂坠入地狱，惨不忍睹 ，有词为证：

滚滚长江东逝水，浪花淹死英雄。亿万财富转头空。轿跑豪宅依旧在，负翁眼框红。

白发泪眼屏幕前，日日关灯吃面。一壶浊酒哭相逢，多少网络梦，都付意淫中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

就在一片惊恐之中，很少有人注意到，小马哥的腾讯已经默默地发生着质的改变，正所谓机会总是在最危险的时候萌芽。

然而，心儿随着股价波动的人，是看不见这改变的。他们的眼睛，聚焦在记分牌上，而不是竞技场上 。巴子曰：「投资就像打棒球，你想让记分牌上的得分增加，就必须盯着球场，而不是盯着记分牌」。对投资者而言，股价就是那分分钟变化的记分牌，企业经营则是那流血流汗的竞技场。

—— 你想要规避大的回撤，重要的是在投入之前谨慎再谨慎地研究企业，而不是入场后随着市场先生的癫狂去买进卖出。哈哈，这句不是巴子说的，是老唐有感于前日在雪球鬼扯市值回撤话题而杜撰的。

话说整日里琢磨企业怎么才能活下去的小马哥，意外的发现千里之外冒出个知音：日本有家电信公司，通过向手机用户提供一些有价值的内容，例如漫画、图片、音乐、段子或者游戏什么的，然后按照下载量向手机用户收费，再和提供内容的公司分账。

马化腾一听，嗪嘎 ！这不是抄袭咱的创业项目“ 中文网络寻呼机” 咩？（参看《散打投资5 》）无外乎是把寻呼机换成了手机！哟甘达，哈依，你抄我我抄你都是一码事 （请将这句日语用你最快的语速念出来）！这事儿大有可为、大有可为啊，Word 哥！小马哥激动了。

小马哥构想了这么一个盈利模式：咱的优势是有大量用户整日里用QQ 瞎聊。但障碍，主要是找不到用户在哪儿，也不知道怎么跟用户收钱。我们如果和电信部门合作，将电脑端QQ 跟手机打通，让一部分人和手机对聊起来，产生短信，然后和电信分账。以后继续在这个基础上，琢磨新内容，创造新收入。

这样，电信获得了短信业务增长，我们找到了Q 号背后的用户，通过手机话费这个渠道和用户的钱包链接起来 。

需要插一句，2000 年3 月底，OICQ 已经被迫改名QQ 了。原因嘛，因为美国在线（ICQ ）告腾讯OICQ 侵权。那时腾讯正是生死存亡之际，欺负我的人那么多，也不在乎多你一个。反正我也没精力和秃驴争师太，你帅，你有理。你说侵权就侵权，腾讯直接认怂，弃用OICQ 域名和软件名，改名QQ 。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

之所以用QQ ，据说是某员工在公交车上偷听俩美女聊天时，把ICQ 或者其他什么山寨品，通通简称QQ ，然后公司就借坡下驴，直接改名QQ 了—— 因祸得福，QQ 可比OICQ 简单、响亮，更易于传播。

这事儿告诉我们一个深刻的道理：人之所以要有两只耳朵，却只有一张嘴，就是上帝造人的时候，提醒我们多听、少说 。你看，多听的员工，立了大功。瞎说的美女，啥也木有，白瞎了创意。

话说小马哥牵着小企鹅，趁危机中同行顾头不顾腚的窘迫，挥舞着IDG 和小超人提供的美钞，御风飞翔、金光四射，用户迅速增长到千万级别，在即时聊天工具的江湖里，大有一统天下的气势。

2000 年5 月，和深圳联通联合展开移动性生活推广。2000 年8 月，和新鲜成立正琢磨盈利模式的中国移动，联合推广移动梦网，简单的说，就是用户付费，移动抽水15% ，腾讯拿85% 。一层窗户纸捅破了，海阔天空 ……

然而，IDG 看不见。其实看见了也没用，当一名投资者的心灵被恐惧占据的时候，当注意力集中在指数和股价的时候，赛场上的变化不重要 。重要的是赶紧撤出来，静待形势稳定后再做打算，常见的口号是“ 君子不立危墙之下，现金为王，要控制回撤、平滑曲线，使自己居于可进可退的优势地位，待形势明朗后入场，balabalababala……

远的不说，就说三四年前的茅台，当习李配大力打击三公消费的红色恐怖袭来时（三公：公车消费、公款吃喝和公费出国），市场一片恐慌，纷纷抛售。然而，打击公款吃喝，究竟是让茅台酒的消费需求消失了，还是转移了？如果思考过这个基本问题，投资决策是不难做出的。

也就是说，面对打击公款消费新动态，一个冷静的、盯着球场而不是记分牌的投资者，需要思考的真正问题不是股价到底要跌到哪里去，而是：茅台酒大量被公仆消费这一现象，其根源究竟是人做了公仆后才喜欢喝茅台？还是因为做了公仆，就有了权利和金钱的优势，以至有更多机会消费到茅台 ？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

回复@管我财: 人民币就是腐败币，这个是不争的事实。
腐败酒这名号，本股东倒是无法反对（话说其他酒可能还不够能力担起这称号）。
不过我们要问的问题是：
1.腐败分子喜欢喝茅台，究竟是因为腐败和茅台臭味相投呢，还是因为腐败分子喜欢好东西？
2.腐败分子喜欢的东西，非腐败分子会不会喜欢？两种人的人性是趋同还是趋异？
3.严打腐败，算虎口夺币（酒）吧，夺下来的币（酒）是直接烧掉倒掉，还是会被其他非腐败分子拿走？
三个问题问通了，是否下注我觉得不难下决定。//@管我财:回复@释老毛:茅台就是腐败酒这个是不争的事实！

收起

释老毛:

茅台又摊上事儿了！不是故意黑茅台，一家就藏了近万支，用习主席的话说快成战备物资了，民间？军队？政府？谁能估算未来茅台的销量变化？【明報專訊】原解放軍總後勤部副部長谷俊山中將貪腐一案近期傳出可能「升級」消息，調查人員在谷俊山家中搜出大批茅台和現金，數量遠超之前估計，令身兼中央軍...

展开

2013-03-11 08:02 相关讨论(378)

2013-03-11 14:29 来自雪球 阅读(184) 设置 | 删除 | 赞 | 转发(1) | 收藏 | 评论(3)

如果是前者，一个原本不喜欢喝茅台酒的人，戴上官帽，犹如触碰了某种开关，会变成喜欢喝茅台酒了，而官帽一摘，哐当，又不喜欢喝茅台了。那么只要打击公款吃喝，企业必将受到重创，这可能造成企业获利能力下降，造成投资者“ 本金的永久性损失” ；

反之，如果是后者，那打击三公就只是把官爷们从排队抢酒的队伍前列揪出来，让后面的人有机会买到酒。酒厂的酒依然会卖光光，你担心什么呢？股价的波动不是捡钱的大好时机吗？

2014 年2 月22 日，红色恐怖下—— 该日茅台后复权收盘价为113.62 元—— 老唐在雪球发帖赤裸裸地鼓吹到：

贵州茅台：1. 价格合适，没有商品会剩下。价格相同，不会是好东西剩下；2. 超高毛利率。即便沦落为打价格战，也无需走到以本伤人的地步。同时，设备和库存不贬值；3. 两百亿现金是过冬的棉袄，一百多亿买个新茅台的独家权利，是未来超额收益的保障；4. 永远不要低估了中国人追求财富和追求享受的劲头儿。世界第二的经济体，会诞生一款庆功酒，用于对中华文化表达敬意。茅台机会最大，五万吨远远不够分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

原文链接：https://xueqiu.com/8290096439/27776391

想清楚了这一点，记分牌上的波动，除了给你送更多钱以外，没有其他作用—— 不谈钱了，谈钱，俗 ，还是说回小企鹅。

小企鹅以每天50 万左右的用户增长速度，飞快地占领着中华大地无处不在的网吧桌面。那时候，买得起电脑的人还少，大家一般都是在网吧上网。于是，网吧里充斥着此起彼伏的寻呼机滴滴声——QQ 的经典滴滴叫，用的是以前寻呼机来信息的通知声 。

这滴滴声，引来了一双慧眼：南非MIH 集团中国区负责人网大为，比马化腾小三岁的美国小伙。

网大为本名David Walleerstein ，其在投资领域里的经历，确实符合其家族姓氏：网里死盯—— 这简直是天生就该在互联网行业里掘金的姓氏。网大为不仅代表南非MIH 集团死盯了腾讯，而且在该项入股协议完成后，直接从南非MIH 集团跳槽到腾讯，一直在腾讯工作至今 。

腾讯在和资本市场接触的过程中，除了金钱以外，还直接得来两件宝：一个是全盘负责腾讯上市的高盛亚洲投行部执行董事刘炽平，现任腾讯总裁，一人之下万人之上；另一个就是这位网里死盯先生，现任腾讯首席探索官（CXO ）兼高级副总裁。这是题外话，不展开了。

不过，以当时网大为的年龄，估计也不是该项目的决策者，背后拍板的应该另有高人。这推测还有佐证：即便网大为跳槽去了腾讯工作后，MIH 集团对于腾讯的持股依然稳如泰山。背后这位神龙见首不见尾的高人，理论素养之高，神经之大条，令人仰慕之心犹如滔滔江水连绵不绝好似黄河泛滥一发而不可收拾 。

2001 年MIH 集团购买了IDG 和小超人的32.8% 股份，后来又增资，又收购管理层股份，又通过公司赎回IDG 剩余7.2% 股份，巴拉巴拉。最终上市后，2004 年财报里MIH 集团持有腾讯股份是6.3 亿股，至今一股没卖，期间因2014 年腾讯股票一拆五（相当于国内习惯叫的10 转增40 ），所以目前持股数量是31.5 亿股。

—— 哪位手头有腾讯IPO 招股说明书，给个下载地址，或Email 一份给我，谢谢 ！想看看上市之前的股权变动细节。我只有2004 至今的财报，跟公司去邮件要招股说明书，没回复我。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

反倒是马化腾，2004 年持有2.42 亿股，年年卖点儿，现在还有8.28 亿股—— 不卖的话应该有2.42×5=12.1 亿股。不过，网上有种言论，似乎说马化腾也看不懂腾讯的发展，低价抛售了腾讯股票，我觉着小看我们小马哥了。

老唐理解小马哥，相当理解。年年卖点儿，那是因为人生除了市值积累以外，还有很多更有乐趣、更有价值的事情，值得我们去做 。马化腾若是放弃这十多年来所有的享受和支出，只为了财富值从2400 亿变成3600 亿，从而使福布斯排名前进几名，那才真是如假包换的脑壳有包呢！

扯远了，还是继续说网大为和小马哥的历史性会面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20170812 散打投资8 – 腾讯4

接着上篇继续说网大为和小马哥的历史性会面 。

这位27 岁的小帅哥网大为，背后代表的南非MIH 集团，虽然是南非最大的付费电视运营商，且在纳斯达克和阿姆斯特丹两地上市，但对于那时的中国资本市场，还是很少有人听说过的，所以，网大为并不是IDG 招来的，是自己在中国各大城市网吧调研（毕竟姓网里死盯）时，被小企鹅所吸引，然后摸到腾讯公司的。

那时的小马哥，还没什么江湖知名度，当然也不会有那些纳头便拜公明哥哥的故事 。小马哥一定是抱着闲着也是闲着的态度，半信半疑地给这位年轻的大鼻子介绍QQ 目前的情况：日均50 万新用户注册+自2000 年8 月开始的和中国移动合作的移动梦网项目。

没有资料说小马哥当时有没有给网大为介绍盈利前景，但常理推测，应该会做的。毕竟盈利模式已经有了，日日有钱进账，剩下的不过是憧憬一下每个用户每年发多少条短信的事儿了，就算PPT 比贾总差99 个档次，也完全能吹个框架了。现在回想，那天的网里死盯先生，双眼一定刷刷的闪过无数道光芒 。

虽然我们不知道小马哥当时怎么跟网先生畅谈未来几年盈利预期的，但现在已知的是2001 年3 月，移动QQ 单月发送短信已经达到3000 多万条，腾讯月收入200 多万；5 月QQ 注册用户数量达到1 亿；2001 年6 月，腾讯单月盈亏平衡；2001 全年，腾讯获得净利润1022 万元，成为中国最早盈利的互联网公司；2002 年，腾讯净利润1.41 亿，2003 年净利润3.22 亿—— 俩人初次见面是2001 年1 月，最终敲定投资是2001 年6 月 。

对于一个用户数量高速增长，盈利模式已经初步建立，明显具备越多人用越有价值的网络效应护城河的互联网企业，双方达成的估值是6000 万美元，约折合人民币不到5 亿。如果按照当年净利润考虑，市盈率约50 倍，如果按照第二年净利润考虑，市盈率约3.5 倍——是的，3.5 倍，不是多打了小数点 。

我打赌，当时小马哥和网兄弟，都没有想到腾讯能增长那么快。如果真要是知道第二年就能赚1.4 亿，马化腾无论如何都会至少喊个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20 亿人民币估值的。

如果网兄弟能想到三年后腾讯净利润会达到3.22 亿人民币，我想，20 亿以下的估值水平，网兄弟应该能愉快地接受。因为20 亿人民币，也基本确保三年后按照15 倍市盈率卖出还可赚一倍的严苛要求了。

不过，由于这次MIH 集团主要是收购IDG 和小超人的股权，并不是直接给腾讯注资，估计小马哥也不是很上心，心说我来争论半天估值高低，钱是你们拿，关我P 事—— 哈哈，心理阴暗一盘 。

这简直是价值和成长的完美结合。具备高速成长确定性的企业，只喊出个无增长企业的报价，这种机会在任何市场都是罕见的，一个字买买买。

我相信，只要大致能预测到腾讯次年净利润不会低于5000 万，且未来大概率还会增长，那么给个5 亿估值，是任何夹头都敢做的、有理有据有逻辑的事儿 。

区别仅仅在于能力圈的不同，导致是否具备知识，能够确信腾讯次年会赚到5000 万以上—— 次年实际利润是1.4 亿。这个5000 万和1.4 亿的差别，大约就是大师口中的「模糊的正确」了。

此时的6000 万美元估值，相比一年多以前的550 万估值，不仅不是贵了11 倍，实际上是便宜了数十甚至数百倍。为什么这么说呢？

一年前，当IDG 和小超人进入的时候，是企业随时可能死，随时可能价值归零—— 当年做免费软件，一直坚持到裤衩当掉也不够 ，然后静悄悄死掉的，多如牛毛。腾讯若不是及时收到IDG 和小超人的美钞，额头上大概率也是刻着一个龙飞凤舞的死字 。

而此时，企业已经干掉了行业对手，成为细分龙头，并且开始盈利了。开始盈利意味着具备了造血功能，即便没有外来资金输血，企业照样能茁壮成长，无外乎是或许有速度的差异而已。

吓破胆的IDG 和小超人和赚几千倍的MIH ，就在这曙光刚刚出现在地平线的一刻，擦肩而过。一个得意于找到接盘侠，获利十倍退出；一个偷乐于在傻蛋手头捡到宝，捂着嘴不敢笑出声 。

在股市投资中，经常见用当前股价和历史高低点对比，从而得出便宜或贵的思维模式，这是我们大家有意无意自带的一个心理误区。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这个错误不干掉，一不小心可能会坑杀我们不少财富，或者让我们错过不少财富。

一家企业便宜还是贵，跟它过去曾经到过多少市值完全没有关系，只跟它当前及以后的盈利能力有关。就好比曾经卖过3000 元的寻呼机，曾经卖过数万元的大哥大，曾经价值一套房的286 电脑，他们今天就是腰斩腰斩腰斩再腰斩，还是贵，贵，贵，因为它们的价值近于零。

一只垃圾股，即便历史高点超过200 元，也并不意味着100 或者50 元或者20 元是便宜的 。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



而，6000 万美元的腾讯，由于已经度过最危险的生存危机以及找到了盈利模式，反而可能比550 万的腾讯便宜。2013 年6000 亿的腾讯，也可能由于多了一个微信，比随时可能被移动互联网颠覆的3000亿腾讯，更便宜。

—— 习惯从当前市值和企业盈利能力之间去思考贵贱，就算不能接住成长股持续创新高的黄金雨，但躲过那些抄底死在山腰上的悲剧，也能算是投资道路上巨大成就了 。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如何对成长进行估值，一直是习惯捡便宜货的夹头们头痛的难题。我们经常会遇到一些不错的企业，我说的不错的意思，一般至少包括三个标准：① 净资产收益率高，② 净利润含金量足，③ 维护原有盈利能力所需资本少，且新增资本投入也可获得较高的净资产收益率—— 但很痛苦的是，市场绝大多数时候不傻，这些好企业，经常处于估值和股价的“ 高位” 。

大约是在2014 年初的一次聚会上，酒桌上的@ 刘马克 兄分享给我一句话「成长是价值的安全边际」，是巴神说的。可惜老唐渣英文，没见过原出处，但这句话给我的震撼非常大。

关于价值和成长，老唐最认可@刘马克兄说的：成长是价值的安全边际。马克兄这个观点，比台上各位嘉宾水平更高。另外，刚刚那位年轻的周帅哥，数字引用的一塌糊涂，但演讲的气势是台上最有份儿的

2014-06-14 15:51 来自雪球 阅读(215) 设置 | 修改 | 删除 | 赞 | 转发(16) | 收藏 | 评论(39)

震撼在何处呢？以前我的认识是“ 成长是价值的组成部分” ，简单的说，就是我给公司估值的时候，会考虑企业的成长因素。在估值区间出来后，打折以寻求安全边际，得到自己可以支付的买入区间。

“ 成长是价值的安全边际” 这句话，突然给我打开了一个新的空间。也就是说，只要我们能确认未来会有成长，大师的经验是出价可以触及当下估值的上限 —— 注意，依然不是过高出价，而是当下估值的上限。

什么是当下估值的上限呢，老唐在今年4 月上旬的文章《像老板那样投资》一文里写过：

30 倍市盈率是我认为的合理估值上沿…… 为什么是30 倍市盈率？因为30 倍市盈率代表着3.3% 的年收益率，而这个收益率是存银行就可以获得的。

存一个3.3% 利率的存款在工商银行，本息基本确定100% 的概率可以拿到。而投资一家企业的股权，无论我们研究多么彻底，我们都无法得出100% 确定的收益率，甚至不能保证本金的100% 偿还。这个不确定的风险，必须靠股权提供更高的收益率水平（即更低的市盈率）来补偿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因此，当市盈率超过无风险收益率的倒数时，我会认为一家企业进入合理估值区间上沿，没有额外的便宜占，不再适合重仓持有了。注意，是不再适合“ 重仓” 持有，不是“ 不再适合持有” 。为什么呢？

道理也不难，企业收益会“ 成长” ，而银行存款几乎没有“ 成长” 。所以，合理估值的上沿，并不代表高估，只适合把捡二级市场便宜的重仓位降低，而不是清仓卖出。

我们再看一个巴菲特嘚瑟了无数回的案例，号称是帮助他自己从猩猩跨越成为人的一次飞跃：喜诗糖果。

1972 年1 月3 日，伯克希尔买下了喜诗糖果。当时卖方的报价是4000 万美元，但公司帐上的闲置资金就有1000 万美元，因此真实的报价应该是3000 万美元。

当时查理和我还不是很了解一家市场特许事业的真正价值。在看到公司帐上只有700 万美元的有形资产净值后，向对方表示2500 万美元是我们可以付出的最高上限—— 我们当时也确实是这样想的。

幸运的是，卖方接受了我们的报价。

巴菲特事后想起这件事，很庆幸自己运气好：“ 我们是幸运的，整个交易没有因为我们愚蠢地坚持2500 万美元的价格上限而告吹” 。

这说明，巴菲特清楚地意识到，4000 万美元买下这个1972 年营收3133 万美元，净利润208 万美元（1971 年营收约2900 万，净利润数据没找到，估计略小于200 万），净资产约1700 万美元，其中1000 万是现金的喜诗糖果，是一笔划算的生意。

而巴菲特和芒格所坚持的3500 万出价（2500 万是扣除过喜诗糖果公司账上闲余资金后的价格）则是差点错过宝的愚蠢行为。幸好运气不错，额外捡了500 万美元 。

现在去回看历史，这就是一个具备成长能力，只需很少资本再投入，利润含金量高，净资产收益率高（208/700≈30% ，巴神买下后拿走闲余现金，不影响喜诗的获利能力）的企业。巴神认为，20 倍市盈率买下这样的企业，是捡了大便宜，可以拿来嘚瑟一辈子 。

他也真嘚瑟了一辈子，每年致股东信，没少过吹喜诗糖果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这句酒桌上的分享，奠定了老唐会去买海康腾讯这类企业的理论基础。后面聊到买入决策和思考的时候，还会翻出来说。今天就到此打住了。

惊堂木被某位读者偷了，摸不出来了 。后面大致还会继续写的东西，可能主要集中在：

① 腾讯发展过程中几次危机，以及在不知未来的前提下，夹头能做的合理应对是什么；

② 老唐如何因与书房读者黄济强之间的一次互动开始学习腾讯，并根据什么做出买入决策；

③ 未来腾讯继续持有或卖出的核心关注点是什么。

会写几篇，老唐不知道，会什么时候写，老唐也不知道。恳请各位别催，驾校除名，越催越慢 。

由于老唐不是打算写腾讯简史，所以，有很多企业史资料我会跳过去，建议有兴趣的朋友还是阅读吴晓波的《腾讯传》。不想花钱的，网易蜗牛读书上有免费的全本，只是限制每天只能看一小时。不想被约束，或者乐意花几十元看纸质以保护视力的，就买本纸书吧，不会后悔的—— 这免费广告，杠杠热心了 。

提醒：发送关键词“ 书” 给唐书房，系统会自动回复老唐推荐过的精品图书链接，包括这本。但是，可是，但可是，不是在文章下面留言区写“ 书” ，是在和唐书房聊天的界面发送信息“ 书” 。老唐这几天已经收到一大堆的文章下留言“ 书书书书书……” 了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20170820 散打投资10 – 腾讯5

今天的文章不轻松，不仅长，且留有作业。不过，比金螳螂的作业简单，我估计认真做完的，同样会有一种脱胎换骨的感觉。

话说2001 年6 月，南非MIH 集团按照6000 万美元的估值收购IDG 和小超人持股的腾讯股份，其后又从部分管理层手中买了股份，再然后公司又赎回了IDG 手头剩余股权。总之一堆运作，到2003 年8 月时，MIH 集团持腾讯6.3 亿股（准确数字是630240380 股），占50% 股权，总计投入了约3200 万美元（不到2.5 亿港币）。

经过2014 年1 拆5 之后，MIH 集团持股数约6.3 亿×5=31.5 亿股，至今1 股没卖，期间获取分红74 亿多港币，当前股价325 港币，持股市值超过1 万亿港币，投资增值超过4000 倍。

说到这儿，纠正前面一个疏忽，老唐在《散打投资6 》里说，

仅仅一年之后，一双伟大的投资眼看中了它，从一个无人知晓的角落里斜刺杀将出来，为其估值6000 万美金，做了IDG 和小超人的接盘侠。直到今天，这位令人尊敬的传奇接盘侠也没化妆撤退，依然持有腾讯约1/3 股份，市值超过1300 亿美元，16 年增长超过六千倍。

这疏忽是老唐码字的时候，遗漏了市值增长里面，还有2004 年上市发行股票导致的部分。从约5 亿港币的估值到3 万多亿港币的市值，公司确实是增长了6000 多倍，但对于MIH 的持股来说，只增长了4000 多倍。不好意思，是老唐不够仔细。

不管六千多倍还是四千多倍，都是令人口水长流的投资回报，年化回报率高的吓人。难免令人憧憬：要是上市的时候，我也能买上十万八万的，今天会有多少个万呢？

这笔帐很好算，因为腾讯上市以后主要的股权变动就是搞过一次1 拆5 （有过一些回购，又有些新发的股权激励，总体影响不大，忽略），所以，假设你我在2004 年6 月16 日上市当天，在当日最高价4.6 港币附近买进2 万股，花费9.2 万港币，那么今天持股是10 万股，市值3250 万港币。这13 年里分的红，小钱，就忽略了。

账，很诱人。但实际上除了MIH 集团的大神以外，能做到的人没几个。2004 年6 月16 日上市当天，换手率为104% ，股价从发行价3.7

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

港币上涨到最高4.625 港币掉头，最终跌破发行价收的盘。也就是说，认购腾讯新股的投资者，基本都在上市当天就卖掉了，而且还有不少人是赔钱卖掉的。

眼看着一笔大钱，一笔改变自己及家庭命运的大钱，无数人擦肩而过，原因当然有很多。其中首要原因是绝大部分人是“ 炒股” 的，只是将它视为一个可以买卖的代码。

买卖代码当然要考虑接手的下家。为了出手方便，自然是选择热门股票炒，所以嘛，经常换股是必然的。一个月你不炒它个十个八个股票，你简直就是给炒股二字丢脸（所以老唐从来都承认自己不会炒股）。炒家的终极命运嘛，请看下图



这是申万活跃股指数，是以周换手率最高的100 只活跃股为成分股的股价走势图。指数起于1999 年12 月31 日，起始点位1000 点。自2017 年1 月20 日收盘后，该指数停更。停更的原因，是指数快跌没了，只剩下10.11 点。

这指数的含义是说，假如有一名投资者，自1999 年12 月31 日起投入100 万，每周买入最活跃的100 只股票，在0 佣金和0 税费的假设前提下，到2017 年1 月20 日，还剩1 万块。如果考虑佣金和税费的话，估计在五六年前已经阵亡。

这指数，告诉我们，即便不考虑交易摩擦成本，追逐活跃股，也是一条投资的不归路。这部分不是书房的讨论重点，“ 炒” 股人士，是股市参与者的主流，但从来不是唐书房主流。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们要讨论的是如果持“ 买股票就是买公司” 观点，我们能吃到多大一截腾讯？或者，换个说法，假设我们现在穿越回2001 年6 月，作为一名小散，跟着MIH 投资了一笔小钱到腾讯，比如说5000 元，拥有腾讯公司万分之0.1 的股权。但由于穿越的时候被灌了孟婆汤，我们并不记得从2001 年至今所发生的事情了。从那时，持有正宗价值投资理念的你我，是否有可能搭上这改变人生的腾讯之路，让2001 年的5000 元增长4000 多倍，变成今天的2000 多万呢？

前几天，书房里就有朋友说，老唐最近不做作业，也不安排作业，搞的没有学习动力了。今天，我们就来做个思维训练。

下面老唐把2001 年至2009 年间，腾讯发生的主要事件及当时的财务数据罗列出来，各位以现有的投资理论素养，穿越回去，但忘记后面的企业发展和股价走势，做个沙盘推演，看自己能将手头的5000 元持有到什么时候？

或者你直接从腾讯上市以后开始考虑是否介入。这期间买入、持有或者卖出，又是依靠哪些信息作出判断的？不要掺杂未来函数进去，不要偷看未来的企业发展状况和股价走势哦！

观点请直接在文末留言，老唐会抽空整理成文，并给出自己的观点。作业效果好的话，后面再整理一篇2009 年至今的—— 不要小看，本文数据工作量不小的，效果不明显的话，老唐后面就偷懒了。

MIH 入股前，腾讯的收费尝试

1 ）2000 年8 月，QQ 推出广告条，价格只有新浪等门户网站的20% 左右，但由于使用群体主要为青少年，非主流广告商受众，腾讯广告业务推广不顺；

2 ）2000 年11 月，推出QQ 会员，可以享受靓号，网络收藏夹等服务，10 元/ 月。大力推广，半年内只发展出3000 个会员。主要障碍是支付方式落后，邮局汇款很麻烦。

2001 年

1 ）2001 年6 月，腾讯实现单月收支平衡。MIH 入股腾讯，估值约5 亿人民币，你也将原本计划购买电脑一台的5000 元巨款跟投，占股比例为0.001% （或者你没有入股，自上市后才考虑合适买点。两种推演均可，自选）；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2 ）中国移动联合腾讯等增值服务商，推出移动梦网业务，拉动短信业务暴增16 倍，达到159 亿条（2002 年793 亿条；2002 年，通过移动QQ 发出的短信占据中国移动整个移动梦网业务短信总量的70% ）腾讯通过短信分账获得可观收入；

3 ）2001 年，腾讯的QQ 号码开始变相收费注册：用户通过网络免费注册QQ 号，几乎不会成功，只能通过声讯台或者短信方式才能顺利注册；

4 ）2001 年七八月，网络舆论声讨收费注册行为，指责腾讯作死；

——2001 年，腾讯营收4908 万，净利润1022 万，估值折合约50 倍市盈率。

2002 年

1 ）2002 年3 月，腾讯推出“QQ 行靓号地带” ，每月2 元，可以自选号码，9 月向全国推广，免费号码基本停止发放；

2 ）腾讯的收费战略，招来大批竞争对手。9 月，朗玛UC 上线，3 个月内注册用户突破800 万；同时，各大网站纷纷推出自己的即时聊天工具：网易泡泡、新浪聊聊吧、搜狐我找你、雅虎通、263 的E 话通、Tom 的skype…… ，市面上一时出现了30 多款同类产品；

3 ）2002 年8 月，QQ 原创了QQ 群功能。群聊功能意外的使QQ 的活跃度大大增加；

——2002 年，腾讯营收2.63 亿，净利润1.41 亿。

2003 年

1 ）2003 年6 至8 月，腾讯如梦初醒，重新开放号码的免费注册通道。

2 ）2003 年1 月，腾讯模仿韩国一家社区网站，开发并上线QQ 虚拟形象系统：QQ 秀。大获成功，半年内就有超过500 万用户购买有效期仅6 个月的虚拟服装、饰品、环境等虚拟物品，平均每位用户消费额5 元，远大于购买靓号支出，且用户接受度很高，无不良舆论影响，并使得Q 币这一支付手段获得用户认可。

3 ）2003 年8 月，腾讯进军网游，引入韩国3D 角色扮演游戏《凯旋》，运营结果，不温不火，基本宣告失败。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

4 ）2003 年9 月，腾旭和上海电信合作，推出电话QQ 业务，用户登录QQ 后，可以依据提示与上海电信所有的电话、移动和联通的手机、铁通和网通的固话实现通话。该业务2005 年7 月被信息产业部关闭。

5 ）2003 年12 月，推出腾讯的门户新闻网站，www.qq.com ，基本上是复制粘贴型的无特点新闻网站。

——2004 年8 月奥运会期间，腾讯推出QQ 客户端的迷你首页，将新闻和QQ 客户端链接在一起，最快速度自动弹出奥运信息，终于获取流量上的成功，成为国内门户网站第四名。但由于用户普遍的低龄化，其广告价值远低于新浪搜狐等网站。

——2003 年营收7.35 亿，利润3.22 亿。

2004 年

1 ）2004 年315 晚会，三大电信商的短信相关业务成为批判总靶子，涉黄、涉骗、暴力信息、引诱订阅、甚至直接明抢扣费，一时引发巨大的舆论压力；

2 ）2004 年4 月19 日，信息产业部发布《关于规范短信息服务有关问题的通知》，整顿混乱的短信市场；

3 ）2004 年6 月15 日，信息产业部发布《关于开展移动短信服务自查自纠活动的通知》，正式实施行业整顿；

4 ）2004 年6 月16 日，腾讯上市，出让公司约25% 股份，发行4.2 亿股新股，发行价3.7 港币，折合公司估值约60 亿港币。

5 ）2004 年6 月底，在美国上市的网易率先披露整顿后果，二季度短信服务收入环比猛挫37%~41% ；

6 ）2004 年6 月，互联网行业展开了一场围剿QQ 运动：网易泡泡通过“ 挂泡泡送短信” 的手段，发展成为仅次于腾讯的第二大国产即时通讯工具；雅虎中国正式推出雅虎通6.0 中文版，由周鸿祎挂帅与腾讯展开竞争；

7 月7 日，新浪宣布3600 万美元收购朗玛，将朗玛UC 更名为新浪UC ，成为市场占有率排名在QQ 、MSN 、网易泡泡之后的第四大即时通讯工具；

8 月微软在北京和上海分别组建了MSN 中国的市场和研发中心，开始主动拓展中国市场；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

11 月，中国电信推出了自己的即时通讯软件VIM ，以VIM 号码可以直接连接电脑、固定电话、小灵通和手机为卖点，参与市场竞争……

一时间，据说全国大大小小的即时通讯软件有超过200 款。更为可怕的是，一种政治正确的言论被QQ 之外的其他厂家呼吁起来了：即时通讯软件之间应该实现互联互通，使人与人之间实现无障碍沟通。

7 ）2004 年10 月，中国移动强制性要求腾讯重签协议，大幅降低腾讯在移动梦网业务中的分账，否则终止合作。根据新协议，腾讯年净利润将锐降数千万元。

——2004 年，腾讯营收11.44 亿，净利润4.47 亿。当年上市，公司股本17.65 亿股，股价波动区间3.375~6.35 港币，市值波动介于59.6 亿至112 亿港币之间，港币汇率1.06 （1 元港币兑换1.06 元人民币），折合市盈率约14~26 倍。

2005 年

1 ）2005 年1 月，腾讯推出《QQ 堂》，与盛大的热门游戏《泡泡堂》展开正面竞争。

2 ）2005 年3 月，腾讯收购Foxmail ，意图弥补QQ 邮箱短板。张小龙团队进入腾讯。

3 ）2005 年6 月底，QQ 用户达到4.4 亿，月活跃账户1.7 亿，最高同时在线人数突破1600 万。该数据宣布中国的即时通讯市场已经从跟随变成全面领先于发达国家水平。

4 ）2005 年6 月，腾讯发明“QQ 宠物” ，大获成功。

5 ）2005 年10 月，MSN 和雅虎通达成互联互通协议，并公开呼吁腾讯一起互联互通，马化腾坚决拒绝了这一深得民心的呼吁。

6 ）2005 年12 月，腾讯模仿《魔兽世界》推出大型游戏《QQ 幻想》，再次失败；后腾讯反思并调整战略，将腾讯游戏的重心从大型网游调整到休闲竞技游戏，枪战、赛车、格斗、飞行射击、音乐舞蹈等。

——2005 年营收14.26 亿，净利润4.85 亿，港币汇率1.06 ，公司股本17.69 亿股，股价波动区间4.275~9.7 港币，市值波动区间75.6 亿至171.6 亿港币之间，折合市盈率16.5 倍至37.5 倍之间（忽略年度分红额，下同）。

2006 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1 ）2006 年初，中国移动开发出自己的即时通讯工具“ 飞信”，直指腾讯的核心资产“ 移动QQ” （移动QQ 占腾讯全部短信用户的七成左右），并向腾讯发出通牒：第一，移动QQ 和飞信进行业务合并，否则把移动QQ 从移动梦网业务中剔除；第二，整个QQ 体系和飞信实现互联互通。

2 ）2006 年6 月，飞信正式推出，同时宣布，移动QQ 业务2006 年12 月31 日停止合作。

3 ）2006 年内，腾讯转而寻求与联通的合作被拒绝。因为联通也即将发布属于自己的即时通讯工具“ 超信” ；

4 ）被逼之下，腾讯自立门户，放弃和移动联通的合作，推出电脑端的“ 超级QQ” 和手机端的“ 手机QQ” 两大产品，专注增值业务。

5 ）2006 年3 月13 日宣布拍拍网www.paipai.com 正式投入商业运营，进军电子商务领域，与淘宝面对面开战。拍拍网和财付通2005 年10 月上线试运行，借助QQ 的导流，正式运营之日，已经拥有700 万注册用户；

6 ）2006 年3 月，腾讯发布搜搜网www.soso.com ，进入搜索领域。

7 ）2006 年5 月10 日，淘宝违背马云之前许诺的“ 三年免费”，推出收费服务竞价排名，引发用户抵制；5 月15 日拍拍网推出“ 蚂蚁搬家” 促销活动，利用各种优惠，挖淘宝商家到拍拍开店。5 月31 日，马云被迫放弃收费计划。经此一役，拍拍网声名鹊起，至2007 年3 月，交易额超过ebay ，成为仅次于淘宝的第二大C2C 网站。

8 ）2006 年6 月，《中国企业家》杂志发表一篇文章，标题叫《全民公敌马化腾》，该文在网络上引起广泛传播，为腾讯贴上了一个鲜明的负面形象标签。

9 ）2006 年6 月，由于微软昏招倍出，MSN 中国大势已去，高管跳槽腾讯，其他即时通讯工具公司相继减少投入，围剿QQ 联盟事实破产，即时通讯工具市场进入腾讯通吃阶段。

10 ）2006 年6 至8 月，借着德国世界杯决赛和超级女声的火爆，腾讯将客户端+ 迷你首页弹出新闻优势发挥的淋漓尽致，新闻流量首次超过了新浪，成为中国第一、世界第五的门户网站。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

11 ）2006 年，腾讯的QQ 空间意外地获得飞速发展，到三季度末注册用户已经超过5000 万，月活跃用户2300 万，日访问人数超过1300 万。其收费的黄钻红钻会员体系，为腾讯打开了一扇有别于广告模式的全新流量变现模式。

——2006 年，腾讯营收28 亿，净利润10.64 亿。港币汇率1.01 ，股价波动区间8.35~27.75 港币，股本17.68 亿，市值波动区间147.6 亿至490.6 亿港币，折合市盈率13.7 倍至45.7 倍。

2007 年

1 ）2007 年6 月，腾讯推出QQ 音乐，在盗版横行的网络世界，借助服务场景，推广正版音乐；

2 ）2007 年，异军突起的51.com 全面拷贝QQ 空间服务，并利用部分灰色手段展开竞争，迅速成长为和QQ 空间比肩的社交网站。腾讯建立专业团队，和51 展开网吧争夺战，全国一个网吧一个网吧打攻坚战。

——2007 年腾讯营收38.21 亿，净利润15.66 亿，港币汇率0.96 ，股价波动区间23.5~72.8 港币，股本17.89 亿股，市值波动区间420 亿~1302 亿，折合市盈率25.7 倍至80 倍。

2008 年

1 ）2008 年，51 犯下一系列战略错误，腾讯趁机接着彩虹QQ 外挂事件，给了51 重重一击。后51 逐步被边缘化，QQ 空间继续领跑社交网站领域；

2 ）2008 年初，腾讯引入枪战游戏《穿越火线》，格斗游戏《地下城勇士》，以及自主开发的飞车游戏《QQ 飞车》、舞蹈游戏《QQ 炫舞》，全部大获成功。验证了腾讯的优势的确在休闲竞技类游戏上。

—— 之后，在2010 年1 季度，腾讯成为国内游戏市场份额第一的领头羊。2013 年3 月《英雄联盟》最高同时在线人数超过500 万，成为全球最大的在线游戏社区；

3 ）2008 年10 月，腾讯模仿Facebook 推出QQ 校友网（后更名朋友网，2017 年8 月6 日停止运营）

——2008 年，腾讯营收71.55 亿，净利润27.85 亿，港币汇率0.87 ，股本17.97 亿股，股价波动区间34~72.05 港币，市值波动区间611 亿~1295 亿之间，折合市盈率19 倍至40 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2009 年

1 ）2009 年5 月，腾讯引入校内网上火爆的小游戏《开心农场》，更名为《QQ 农场》，引发全民偷菜大作战，取得令人瞠目结舌的成功，其增长速度令人窒息。仅2009 年下半年，腾讯为《QQ 农场》项目专门增添服务器就高达4000 多台。

2 ）2009 年上半年，腾讯游戏营收53.9 亿元，首次超过盛大，成为新晋的“ 游戏之王” ，市值升至2500 亿港币，成为继谷歌、亚马逊之后的世界第三大互联网公司。

3 ）2010 年3 月5 日晚上19 点52 分58 秒，QQ 同时在线人数达到1 亿人。11 年，从QQ 诞生到同时在线人数1 亿，用时11 年。就在2006 年7 月，马化腾还说过，或许在他的有生之年，不可能看到同时在线人数达到1 亿。所有人都低估了QQ 的发展，低估了互联网在中国的扩张速度。

——2009 年腾讯营收124.4 亿，净利润51.56 亿，港币汇率0.88 ，股价波动区间41.45~169 港币，股本17.97 亿股，市值波动区间745 亿至3037 亿港币，折合市盈率12.7 倍至52 倍。

穿越者，你搭上这条船了吗？途中被甩下去了吗？什么时候，为什么？是理念上的分歧，认识上的不足，心态上的患得患失，还是莫名其妙的失误…… ？来，文末留言嘚瑟或反省。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20170825 散打投资11- 腾讯6

上一篇《散打投资10 》，是书房里耗时最多的一篇文章，意图搞一次价投思想面对科技成长股的复盘和拷问，自认价值至少不低于《雅戈尔诞生记》。差不多耗费了两天时间，不仅将散落在《腾讯传》各板块重要事件摘录重排成编年体；翻阅了腾讯2004 至今的年报，找出每年因股权激励或回购而变化的股本总额及当年现金分红金额；查询了当年的股价波动区间以及当时美元港币和人民币的汇率变化。

很可惜，虽然留言的有约300 位，且至少有100 多条留言很用心，但总体来说，文章不合大部分读者口味。阅读量偏低，推送五天内，阅读量不足九千（关注人数三万二），打赏率更低，安卓50+ 苹果20 多，合计打赏人数70 余人，不足阅读人数的1% 。钱包是最诚实的表达，低阅读量和低打赏率，是读者给文章的真实评价 。

后台的留言和信息，更多的是问，老唐你抄这么多资料，拾人牙慧，完全没有观点，是几个意思？你究竟怎么看腾讯，你给它估值多少，现在能不能买？老唐，你都扯了四五篇了，还没写打算持有腾讯到何时？…… 诸如此类的问题，搞的老唐灰溜溜的，无趣的很 。那股憋着码字的劲头，犹如胀鼓鼓的气球突然遇针尖，噗嗤一声泄掉了，连登录后台看留言都需要鼓鼓劲儿才敢去。作为心理调节，狠狠地看了几天闲书，密集登录雪球吹水扯淡几天，这才慢慢缓过劲儿来。

昨天，杨天南兄到成都，很荣幸首日仅接见老唐一人。畅聊了五个多小时，很过瘾，也很提神。天南兄管着数目庞大的基金，在研究公司、做投资决策之余，兼着某211 大学的客座教授，还十余年如一日的写着杂志专栏，忙里偷闲的约束自己每天翻译不少于3000 字的投资经典，还能安排出时间做空中飞人，搞投资者教育…… 实在为天南兄的自律精神、事业心以及庞大的未来规划所震动。反省自己，唉，不提也罢。

很有趣，期间老唐提问一个问题：日常为何很少见天南兄提及具体的公司分析呢？天南兄的回答，让老唐醍醐灌顶，顺带也释怀前面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

提到的低阅读量和低打赏率。

天南兄说（大意）：

世间很多人并没有想明白，自己究竟是想做一个“ 成功的投资人” ，还是想做一个“ 投资成功的人” 。

虽然仅仅是文字排列不同，实际却是云泥之别。

前者是一种稀缺资源。股市里公认的情况是” 七亏二平一赚” 。在赚钱的人里面，再按照是否跑赢大市、是否取得绝对收益和是否解决财务问题三大标准筛下来，一定是万里挑一。

绝大部分人，无论怎么努力，都必将不会是成功的投资人，这是一个残酷的事实。而投资成功则简单的多，只要遇到并信任经过历史验证的成功投资人，就投资成功概率就大大增加了。

分享具体的企业分析及分析技能，是意图教人成为成功的投资人。对于绝大多数人而言，他随便一问，你免费一说；他无所谓，你也不在意。无所谓的态度换来无所谓的结果，最终什么也改变不了。

我们时间越来越宝贵，不想浪费在无所谓的人身上，去换取一个无所谓的结果。所以，分享限于理念和实盘。展示理念以吸引三观吻合的投资人，展示实盘让时间作证（备注：天南兄的杂志专栏实盘，在市场过去十年没有上涨的情况下增值七倍）。

这个分法，醍醐灌顶 。想着今日泡在书房里的人，少说有90% 注定不可能成为成功的投资人，注定不可能慎重严肃地学习企业分析—— 这件劳神费力，且不能马上见成效，甚至不能保证一定有成效的事儿—— 那么，不到三成的阅读量和不到1% 的打赏率，可不就是天然的、必然的结果咩？这么一想，舒服多了。

心头舒展了，也就有了码字的劲儿。今早7 点多就起床，码。但敬请原谅老唐要偷懒了，跳过原计划的三到四篇复盘和思考，直接谈谈所谓干货：买入决策依据及对腾讯未来的看法。给本系列匆匆收个尾，算有始有终吧。

老唐是科技小白，基本纯白。电脑和网络虽然接触颇早，但仅限于浏览新闻和码字看股票。QQ 号早有注册，却也仅限于邻居群里聊天用。甚至在那场闻名于世的3Q 大战中，老唐支持周鸿祎，抵制小马哥，于2010 年11 月4 日，老唐发过一篇博文，题目叫《抵制日》，旗帜鲜明地宣布停用了QQ 。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对科技股投资，一直恐惧于未来不可知，保持敬而远之的态度。也因对其抱有高市盈率偏见，将其简单的归入概念股行列，视而不见。

再接触腾讯，只能从去年9 月开通唐书房这个公众号算起。原本，因老唐不仅擅长扯淡，而且时间充裕，所以有好些个平台开出各种条件邀请老唐前去坐台鬼扯，但老唐这种懒人，扯淡纯属有感而发，发了便发了，但若是要拷贝重发一次，那是完全做不到的，给钱也做不到。所以，一一谢绝了，过去五年间，始终只保有雪球一个扯淡基地。 但是，可是，但可是，由于……

唐书房就诞生了—— 想想书房诞生所催生的腾讯海康等股票的投资收益，现在还有点儿小感激雪球这个收费问答政策，若非它的推动，可能账户上要少一大块 。

书房诞生后，老唐有意识地减少去雪球零碎扯淡，转而在书房码大块文章。期间就有六七位读者，经常性的给出大额打赏。正好，年初老唐的新书《手2 》发售，就想分别送这几位朋友一套手1+ 手2 的签名套装，聊表谢意。结果一个小细节触发了我对腾讯的好奇心。

到书房后台找出多次大额打赏的朋友@ 黄济强，给他发信息，不行，公众号号主无权主动给读者发信息；找到黄济强以前给我发的信息做回复，不行，信息超过48 （还是72 ？记不清楚了）小时没回复的，就无权再回复…… ！！！咦，我居然还没有办法联系上他，只能坐等他下次发信息给我 ？

最后，我还真等到了黄济强及其他几位朋友的再次发言，讨要到收货地址。当然，后来发现还是自己笨，是有另一条路的：去留言区翻出他们的留言，无论多久以前的留言，都可以回复。不上墙，也可以当做私密通知。这是后话不表。

发现这家搞即时通讯的企业，居然这么在乎普通用户的私密和不被打扰，这让我产生了解它的想法。翻看财报的同时，正巧知道吴晓波有本《腾讯传》出版，赶紧买本来看看。一看之下就喜欢上了腾讯，然后就在197.3 港币的位置买入了约2% 的仓位—— 见《1 月小结》—— 好超值的一本书，把这辈子花的买书钱都捡回来了，哈哈，感谢吴晓波，更感谢黄济强

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当时喜欢腾讯的主要原因是看着微信一统江湖，霸占或即将霸占所有智能手机的屏幕。而且这东西使用超级简单，连最out 的老头老太也是一学就会，眼见着就要替代电话号码成为人们的主通讯录了。

智能手机这东西，和电脑是完全不同的东西，它几乎整天伴随我们左右。电脑是需要才“ 去” 使用的工具，而智能手机则已经成为了我们身体的组成部分（如同近视眼镜）。仅从日使用时间的角度考虑，智能手机带来的市场空间，应该远大于pc 。如果考虑到手机随时在手，除了替代pc 常见功能之外，还可能成为识别、交易、支付、记录等工具，智能手机带来的市场很可能是pc 数十倍乃至更多。

而2017 年初的腾讯，已经不可阻挡地成为了手机第一入口，人们在微信上停留的时间越来越长，同时，微信还推出了线上和线下的连接器：小程序。仔细思考了所有能替代屏幕的人机交流模式，不认为手机屏幕短期内有完全消失的可能。因此，可以认定腾讯未来几年的业绩仍然会有较大幅度的增长。

简单看了财报：2016 年三季度306 亿净利润，同比增长约42% ，环比二季度增加净利润106 亿，意味着基本可以推断，全年净利润会在400 亿以上（年报实际数据411 亿）。以历史和近期趋势看，2017 年几乎确定会有增长，只是高低不知。假设按照20% 考虑，2017 年净利润有约500 亿。当时股价197 港币，市值约1.87 万港币，折合人民币约1.6 万亿。以静态市盈率计算不高于40 倍，以2017 年预估业绩考虑，也就30 倍左右（2017 年实际净利润预计会超过650 亿）。

按照老唐的市盈率估值三大前提：① 利润含金量十足；② 维持现有盈利能力不需要大量资本投入；③ 未来盈利一定比现在好。再加上《散打投资8 》里谈过的“ 成长是价值的安全边际” 理念，此处就是合理价格区间。最坏情况就是丧失大半年时间，待市场主流开始按照2017 年业绩估值时，基本可确保不亏损—— 说破了，是不是一点儿也高大上？简单的令人鄙视！老唐长期伪装的光辉形象，瞬间就崩塌了，呜呜……

很可惜，一者由于研究的还很简单，二者因股价基本上处于历史高位，三者也因为没什么现金在手，手中持股全部处于较低估值范围。所以，当时只买了2% 仓位，计划一边继续学习，一边等待下跌加仓的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后来，伴随对财报阅读的理解，伴随着全年经营形势的逐步明朗，又分别在6 月中旬和7 月初加仓两次（都实时在唐书房推送过），加仓位置在260~270 港币之间，约总市值2.1 万亿人民币的位置，折合2017 年市盈率30 倍左右。连加带涨，目前腾讯占约9% 仓位。

当然，做出决定不仅仅是考虑合理的市盈率范围，更重要的是考虑确定性。长期以来，在我眼中，腾讯都是科技股。科技股一贯令人担心的问题是未来不确定性强，不知道竞争对手会从哪里杀出来，被颠覆的可能性较大。一旦被颠覆，价值可能归零 。

这个问题，当时我的思考是：首先，QQ 占领PC ，微信占领手机，这两个东西目前暂时看不见对手。智能手机普及后的深化挖掘刚刚开始，手机能够帮人们做的事情，不是已经太多，而是还有很多，因此，仅现有的手机用户，足以支撑腾讯快速发展一段时间；

其次，腾讯已经完全改变了过去做产品的思路，摇身一变成了一个连接一切的平台，给创新者提供平台，提供接口也提供流量，这意味着默认的创新越来越依赖腾讯的平台。它的重心不再是科技，而是平台，是社交关系网络平台，是开放的，足以连接一切的平台，是用的越多就被越多人用的平台。

再次，腾讯的内部赛马机制；年投入超过百亿的研发投入（2016 年研发投入118 亿人民币，2017 年上半年研发投入78.4 亿 ），有钱就很容易把潜在的创新者收于麾下，有钱才能给潜在创新者以创新环境和创新机遇；加上腾讯一贯擅长的关注热点，擅长于跟随微创（chao ）新（xi ）的风格，决定了腾讯或可能是行业内最快创新者，或可能依赖跟随创新及强大资本和流量优势后发先至。

另外，腾讯目前有变身pe 平台的趋势，不仅自己做，也大量投资互联网科技行业有潜力的人和公司。借助自己的资金和流量优势，更大范围让潜在颠覆者跳入自己的碗中。总体来看，这个方向走的很不错（例如2017 年上半年提供投资收益50 多亿元），可以期待未来继续不错下去。

最后，以马化腾为首的团队，心思不侧重于资本运作（这一点和另一匹马完全不同），是一个高度关注产品细节和用户体验的团队。一个千亿级别的富家翁，能够仅就旗下那么多产品中的某一个具体产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

品，“ 在一年半时间里，和他的团队来往邮件1300 多封” （《腾讯传》218 页），足以证明企业创始人本人是真正的对产品有着浓厚的兴趣。再加上小马哥一贯坚持的“ 小步快跑、试错迭代” 风格，可以预计，腾讯的企业文化很难犯大错误 。

目前，上述观点没有变。依然看好腾讯的高增长以及高增长推动下的市值增长。具体增长能有多高，没有能力判定，但基本可以确定未来“ 一定” 比今天更好，所以，会继续持有，且还会找机会继续买入。

最后，增加一点篇幅，简单交代一下上篇所提问题的老唐答。

如果老唐有机会跟着MIH 大神在2001 年入股，最大的可能是在中移动撕破脸的时候，被甩下马，不确定性太强。如果那次好运没有被甩下来，2008 年50~80 倍市盈率之间，几乎铁定下马。答案是，也赚不到几个钱。

如果仅谈二级市场买入的话，2008 年之前，老唐不会买入。原因很简单，《手把手教你读财报》里分享过：不买上市未满五年的企业。

2008 年20 倍市盈率以内，很可能会买入，且在3Q 大战时会遭遇一次不知结果的考验。因为那次战争实际上危险无比，小马哥的“ 艰难决定” 再慢一两天，腾讯赖以存在的社交关系基石很可能崩塌。从2008 至今，除3Q 大战之外的其他波动，似乎对现在的我不会造成啥巨大影响。

这里，要说到MIH 大神的两大优势了：其一是和企业经营者的深度接触，能够在某些时候因为信任人而度过某些危机，例如中移动撕破脸的那次；其二是流动性劣势优势。这句组合很别扭，对的，是因为“ 流动性劣势” 而带来的优势。

简单点说，MIH 是腾讯第一大股东，持股量巨大，他很难依据短时的高估或短期不利因素来操作。例如，2008 年腾讯市盈率高达七八十倍的时候，你我若是有个几百万在里面，念头一动，撒丫子就跑光了 。而第一大股东若要抛出，考虑到接盘资金量和大股东抛售带来的信心打击，可能实际成交均价可能连40 倍市盈率也不到，所以，短时高估反而不易形成诱惑。这就是流动性劣势优势。

由此，想到巴神的一段话：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果有一个喜怒无常的人拥有一个农场并恰好与我的农场相邻，每一天他都提出一个报价，或是想买入我们的农场，或是想卖出他自己的农场，价格则随着他的心情好坏而忽上忽下。那么我除了利用他的疯狂还能做些什么呢？如果他的报价低得可笑，而我又有些闲钱，我就会买入他的农场。如果他的报价高得离谱，我要么把自己的农场卖给他，要么不予理会继续去种自己的地就是了。

然而，股票投资者经常会被周边那些因为冲动而导致不理性行为的投资者所影响，最终让自己的行为也变得越来越缺乏理性。由于我们周边有太多预测市场、经济、利率和股价走势的噪音，一些投资者就认为应该听听这些专家的建议。更加糟糕的是—— 某些投资者认为应该根据他们的建议而采取行动。

那些拥有一片农场或者一座房产的业主本可以安静地持有它们数十年，但一旦他们让自己置身于源源不断的报价声流中以及当耳边不时传来评论员们含蓄的声音：“ 别光坐着，你得做点什么” 时，他们就会变得头脑发热。对于这些投资者来说，证券的流动性已从一项优势转变成了一个诅咒。

归根到底，价值投资的秘籍只有一句话：仔细想，如果这不是家上市公司，这个价格你会不会买。Over 。

祝书房的朋友们都能够投资成功，或者成为成功的投资人。本系列结束。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20170816 散打投资9

理论上说，股市挣钱其实不难。只要在贵的不明显的价格以下，选择几个净利润含金量高、被替代可能小的印钞机，分别入上一小股，然后该吃吃、该喝喝、爱忙什么忙什么，财富自然会以高于社会资金平均收益率的增幅成长。

假以时日，静待伟大的复利规则发挥威力，钱自然就来了，不需要觉着每一天都很关键，每一天都咬牙坚持破釜沉舟背水一战战战兢兢上观天下观地中间观蚂蚁……

然而，这么简单的事情，为什么实践中是一赚二平七个亏的残酷分布呢？老唐觉着，核心问题是：市场经常阶段性地奖励—— 乃至重奖—— 明显错误的行为，由此导致了市场参与者的心理和行为扭曲。

有的人听路边社消息，满仓满融参与，结果入市就是18 个涨停板；有的人跟收费股神，888 交进去，拿到代码，奥拓进去奥迪出来；有的人数波浪，二浪调整杀进去，转眼间资产加零；有的人看电视股评，天天高抛低吸有乐趣，收入超过脚后跟不沾地的高级金领……

逻辑明显破成筛子的行为，却大把财富到手，面对这样的现象，你是心动还是行动？这是投资的核心之“ 道” 。与之相比，研究公司、财务估值，都只能算“ 术” 。

今天转存一篇老唐2015 年3 月30 日发表于雪球的原创段子，供大家思考和讨论投资之“ 道”—— 照顾外地朋友，文末加了成都方言注解。

来，一起做梦！ 2015-3-30

对门李扯火来串门

多热情地介绍一种新型的物联网+ 产业

油爆爆地说

是一种政府大力推广的新模式

只需要现在投资六万九千八

再介绍三位朋友参加

然后啥子都不用干

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

每个月拿一万九千八
一年后，每月拿九万六千八
两年后，每月拿三十九万八
一直拿够1000 万，退休
春暖花开，面朝大海
想切哪儿耍、就切哪儿耍。
这么好的事情
那可是看到你秀才肚子里有两把刷子
才头一个给你说的哦
你无比同情的鄙视了李扯火
那是传销，你表信
多看报纸 少吃闷亏……
李扯火翻起白眼去找楼下张二娃
二娃有点心动
二娃婆娘也说
这年头，胆大的日龙日虎
胆小的，只能日抱鸡婆
二娃心一横
一把梭，整。
你晓得了
心中窃喜
二娃硬是
瓜兮兮 开飞机
神戳戳 骑摩托
看他哪个样子收场！
时间飞逝
李扯火请客
刚刚在浣花公园边边上买了个双拼
要请一哈院子里的老邻居
话个别。
1800 一桌
酒上的是茅台，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

正宗53° 飞天茅台
不用问也晓得
李扯火吃到皮喽
往日里，围到你转圈圈地那些人
一杯一杯紧到跟李扯火敬酒
尤其是张二娃
才买了个宝马乘以5
钥匙上勾了多大个毛毛熊
挂到腰杆上
一甩一甩地
好夯实。
搂到李扯火，眼泪哗哗的流
要不是扯火哥哥看得起，
我二娃这辈子不可能乘以5……
隔壁子张素芬
见到不要钱的茅台
莽起整
整晕了
凑过来跟你搭话
秀才，说你瓜你就瓜，半夜起来扫院坝
人家李扯火，发财机会送上门
你把人家训一顿
你咋啷个瓜皮呢？
你管球人家咋个整
杀猪杀屁股
各有各滴杀法。
能整到钱
那就是硬道理噻！
你想想
你当初要是跟到李扯火操
今天就是不能乘以5
乘1 那是肯定没得问题了噻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

……

时间 又 飞逝

院子里又有几个乘3 乘5 了

时间 还在 飞逝

李扯火面朝大海 春暖花开了

听说还包了个晃眼儿李嘉欣

隔壁子张素芬忙的脚不沾地

天天拉到李幺妹儿去牧马山

看别墅

时间 继续 飞逝

租对门李扯火房子的刘前进过来串门

多热情地介绍一种新型的互联网+ 产业，

油爆爆地说

……

我的大锅（哥）

你是觉得刘前进 神戳戳

还是会想起二娃婆娘的抱鸡婆

“ 是不是可以

梭一把？”

想清楚这个问题，

对投资

很重要

很重要

真的很重要。

备注1 ：吃到皮，成都方言，挣到钱了。

备注2 ：好夯实，成都方言，很神气。

备注3 ：莽起整，成都方言，使劲吃/ 喝。

备注4 ：瓜、瓜皮，成都方言，愚蠢。

备注5 ：晃眼儿，成都方言，乍看有点像。

备注6 ：跟着... 操，成都方言，跟... 一起干。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

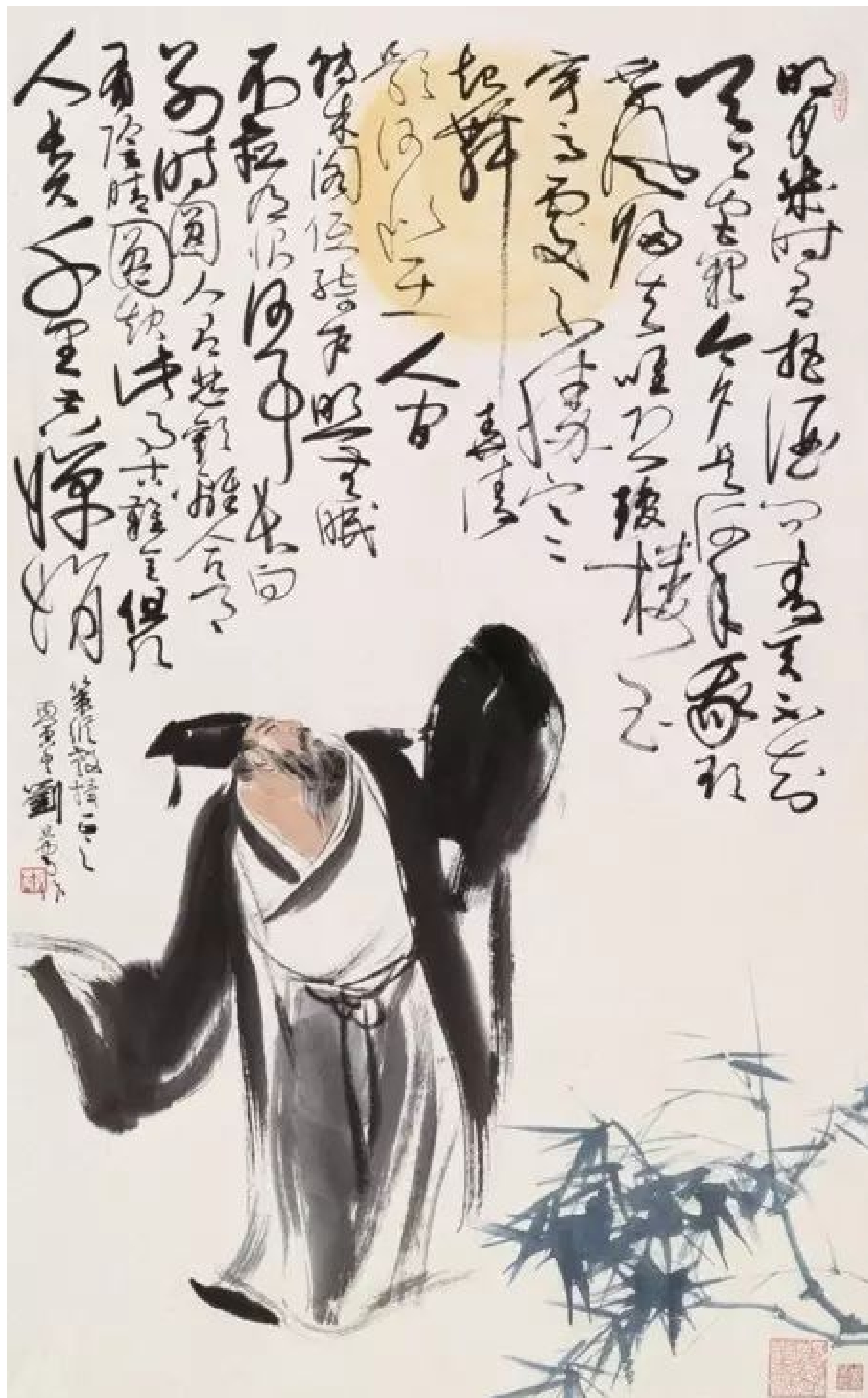
20171001 散打投资12-- 戏说东坡投资之道

民间有句俗语，用来形容时间飞快，叫做「年过中秋月过半」，是说中秋一过，这一年就仿佛要结束了。这种时间飞逝的感觉，会随着年龄的增长越来越强，原因据说可以和相对论扯上关系。说10 岁娃儿的一年，是1/10 的生命感受，而40 岁人的一年，则是1/40 的生命感受，所以后者的一年更短，也更容易感叹时光如梭—— 这是笑谈，请勿认真。

中秋节，在更注重家庭乃至家族关系的中国人眼中，算是全年仅次于春节的大节日了。恰好今年的中秋沾十一的光，有一个长达八九天的大假，老唐在这大假的第一天，给书房里所有朋友拜节了，祝大家阖家团圆、幸福安康。中秋快乐！

说到中秋，在华人世界里，除了月饼和家人之外，必然还有那「但愿人长久，千里共婵娟」的水调歌头词。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这首脍炙人口的《水调歌头• 丙辰中秋》，由老乡苏东坡所做。当时东坡先生在山东潍坊下属的诸城市任太守，那时叫密州—— 这首词诞生前一年，东坡先生还在密州写了另一首气势磅礴的词作《密州出猎. 老夫聊发少年狂》，老唐也特别喜欢。

在老唐看来，大道相通，这首名满天下的水调歌头，不仅表达了思亲之情，它同样阐述了苏东坡伟大的投资思想。不信，请看老唐版本的宋词解析—— 请退后，老唐要开始虾扯蛋了。

话说宋神宗熙宁九年（西元1076 年），是苏轼由杭州调任密州担任市长的第三个年头。这一年治下风平浪静，安然无事。更可喜的是这年大宋股市结构性走牛，密州有颇多市民参与股市投资，收获不菲财富。

故，这年中秋，作为市长，苏轼心情还是比较轻松的。约了一群同僚好友和投资伙伴，在太守府安排酒宴，共庆中秋。席间推杯换盏，你来我往，轻松愉快。不知不觉间，话题从月亮聊到月饼，从月饼聊到月饼券，再从月饼券再谈到大宋股市—— 那时，朝廷鼓励公务员参与股市投资，所以股市常常是酒席间的热门话题。

没有比较就没有伤害，虽身处结构性牛市，大部分人收获不错，但席间有人踩中风口，年内已经实现三五倍甚至三五十倍的收益，令那些仅仅赚到了百分之三五十的人，瞬间失去了心理平衡，憎恶起自己的股票涨幅太低，犹豫要不要改换门庭，搭顺风车赚一段轻松钱。

苏市长自是席中焦点，或真或假总有些人敬酒请教，很快市长进入醺醺然状态，醉眼朦胧中诗兴大发，吩咐左右，笔墨伺候。借着酒兴，大宋第一才子笔走龙蛇，一首《水调歌头. 丙辰中秋》跃然纸上。市长丢下笔墨，便已大醉，左右将其扶下休息不表。众人围观惊叹，或真有感触，或假装内行，交头接耳……

这苏市长的第一句「明月几时有？把酒问青天。不知天上宫阙，今夕是何年」，便深刻的刻画出了市场参与者的普遍心态，心中忧虑的是明月光辉，啥时候才能轮到我头上。这事儿，也只能借着酒劲儿问问上天：不知道上天对当下的市场怎么安排的，究竟是熊市反弹呢，还是已然进入牛市？

我欲乘风归去，又恐琼楼玉宇，高处不胜寒—— 一颗小韭菜面对市场此起彼伏的热点，心中必然会有的纠结。市场热点不断，偏偏许

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

多跟我无关。老有「别人家的」股票暴涨，这是最不能让人淡定的。

譬如今年以融恒碧为代表的内房板块，牛气冲天，常有几周内翻倍的诱人走势。大家观望，好奇，怀疑，心动，畏惧，乃至后悔：要是我那天听谁谁谁的，跟上去，现在就已经可以收割了。去收割一把再回来守我那最熟悉的娃，岂不是离财务自由又近了一步？我真的要那么死板坚持不懂不做，还是可以跟风来一次御风飞翔？

我欲乘风归去一句，是投资者对风口之猪的羡慕。看着天蓬插上翅膀，直奔嫦娥仙子而去，只要是正常人，难免心动。但是此时是跟还是不跟呢？不跟，只能围观天蓬戏嫦娥，徒流口水。跟，又恐琼楼玉宇，高处不胜寒。要是真飞上去，缺乏足够的脂肪做安全垫，冻死在高处怎么办？

对于不理解和不熟悉的公司，最大的可怕之处不是股价下跌，而是股价下跌时，你心中不知道这东西到底值多少钱；你不知道在什么价格上可以无所畏惧地买入；你不知道什么价位上，哪怕无人接手，依然可以取得令人满意的回报。

不知道这一点，面对股价暴涨中间的停顿和休息，就难免患得患失：这停顿和调整，究竟是别人的全面逃离，还是所谓技术性调整？我，需要跟进，还是需要跟出？

如下图这般的未来，你怕不怕？老唐怕，苏市长也怕。所以才有“ 我欲乘风归去，又恐琼楼玉宇，高处不胜寒” 这样的千古名句。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



话说在2000 年的某一天，亚马逊创始人杰夫. 贝索斯打电话问巴菲特：

“ 你的投资体系那么简单，为什么你是全世界第二富有的人，别人不做和你一样的事情？”

巴菲特回答说：“ 因为没人愿意慢慢地变富。” 老唐画蛇添足搭个车，曰：“ 资本市场里，几乎所有的贫穷，都是因为想迅速致富造成的。”

人生只需要富一次就好，年化20% 已经足够让你和你的家庭过上富足的日子。若是你起始本金略高，这个收益率甚至可能让你富甲一方。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

比如，我们模拟一位现在主要靠人力积累资本的小投资者，目前只有10 万本金，每个月可以增加2500 元新资本投入—— 这条件我估计书房读者里99% 可以做到。这个起点下，如果这么投资者能做到月盈利1.5% （年化19.56% ）—— 什么？月盈利1.5% ，那也太可怜了吧，一天盈利这么多，还算勉强可以接受。许多人会这么想。

但是，复利公式告诉我们，10 万起，每月增加2500 元，月盈利1.5% ，第一个10 年结束时，资产总额有142 万元。这个数字与那些一年翻几倍乃至几十倍的人相比，依然还只能算龟速，此时难免失落和寂寞，甚至也有“ 我欲乘风归去” 的蠢动。

但是，只要你能够继续坚持原则，忍受这10 年不在舞台中央起舞弄清影的寂寞，20 年后你将拥有933 万资产；如果是30 年，资产总额会变成5655 万；40 年，3.38 亿；50 年，资产总额超过20 亿……此处应该有人萌发画外音：“Kao ，我（我爹，我娘）二三十年前真有10 万，可是今天，唉—— 一言难尽！”

随着时间的推移，我们需要越来越严格地拒绝那些可能导致我们回到贫穷状态的错误，哪怕为此错过了天蓬的御风飞翔。因为年纪越大，你重新来过的机会越少。而偏偏“ 年纪越大，越没有人肯原谅你的穷” 。

会导致我们回到贫穷状态的错误，最主要的就是两种：跟风参与自己不懂的东西+ 运用高杠杆。只要坚持拒绝这两种“ 致穷捷径” ，一位投资者就已经走在阳关大道上，区别只剩下富裕速度的略快和略慢，富裕程度的略大和略小。

韭菜东坡即想跟风又怕站岗的心态描写完后，苏子笔锋一转，描写了一副画面“ 起舞弄清影，何似在人间？” 读到这句，心中莫名想起这两天看见的两篇文章，一篇是央视报道的一位来自安徽农村张姓投资者三次破产的故事，一篇是老期货交易人士付某于9 月28 日凌晨3 点跳楼的消息。

无论是天上还是人间，舞台中央“ 起舞弄清影” ，成为观众注意力焦点，成为人们心中英雄和偶像的，总是那些大起大落，有着荡气回肠故事的传奇人物，因为他们的“ 人生大起大落，实在太刺激了” ！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然而，正如孙子兵法云：善战者无赫赫之功。善者之战，无奇胜，无智名，无勇功。一切看上去都很平凡，就是那么简简单单：发现低估的资产，发现具有商业竞争力的企业，合适的价格捡起来，默默待在一边，自顾自地享受自己的人生。日复一日，企业盈利的增长，自然会推动财富的雪球越滚越大。

那么平淡，似乎谁都可以做到。正如在雪球《央视投资者说》文章下面，有很多读者总结出来的套路：炒股，大亏或破产，无路可走时转向价值投资，稳定获利，灌一通心灵鸡汤，故事结束—— 确实是用滥的成熟套路。

但其实还有更成功的智慧人士，他们的过程是：阅读思考，理解了价值投资，稳定获利至今。这样的故事，导演没办法处理，观众没有兴趣看。舞台上受欢迎的或是喜剧或是悲剧。喜剧是把丑陋放大给观众看，悲剧则要把美好撕裂来看。

那些昔日赌，赌后再赌，总觉得跟胜利只差一步之遥，总觉着每次失败后又大彻大悟掌握了某种不传之秘的人，便是导演将丑陋拉近给我们看；而那些破产后转走正道，却是将美好撕裂来看。真正的智慧，美好就是美好，从开始就美美哒，直到现在。一句话结束的故事，拍不出感动中国。

老唐的故事同样老套，一样的芸芸众生，毫无智慧。要是拍出来的话，也不过就是炒破产，转价投，至今，平淡生活，结束。没有新意，甚至连评论区的吐槽，也可以直接从某些被访者的文章下面拷贝过来，毫无违和感 。老唐不想把伤口撕裂给人看，所以央视记者前后联系了5 次，老唐全部回绝了。

东坡先生是智者，上阙把这种常人的纠结表达完后，下阙开始阐述他心中的投资大道。

转朱阁，低绮户，照无眠—— 这不就是价值投资者的形象吗？投资者就像月光俯视朱阁一样，将注意力放在企业身上，仔细查看企业华美楼阁内部，有没有虫蛀的空洞—— 此谓转朱阁；透过被财务总监雕花一般刻意装饰过的财报窗口，观察企业运营的真实情况—— 此谓低绮户；一个一个的夜晚，一份一份的财报，在别人起舞弄清影顾盼生辉时，投资者静静阅读，默默思考—— 此谓照无眠。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不应有恨，何事长向别时圆？别抱怨，别人家的股票涨的再好，也不要去羡慕妒忌恨。没有平时的“ 转朱阁，低绮户，照无眠” ，无论别家的月亮多么圆，那也不是你能配得上的财富。甚至可能你不走，月不圆。你持股，股不涨。一切的一切，因为它不是你的能力范围，你无法淡定对待月缺月圆，无法坐看股价云起云落，无法静静享受财富增长。所以，别抱怨了！

人有悲欢离合，月有阴晴圆缺，此事古难全。人世间啊，总有悲欢离合，资本市场啊，总有赚赔输赢。任何行业，任何企业，都有它的起起伏伏，我们只能在我们熟悉的企业上去捕捉阴晴圆缺，不要奢望每个行业每个企业都能踏上热点，随时翱翔于风口之上。那是绝对不可能的事情，此事古难全、古难全啊！不切实际的空想，只会扭曲我们的投资体系，扰乱我们的持有心态，最终造成人间悲欢离合，大起大落。这不是一位理性投资人应该做的。

那么，东坡先生心中的投资正道是什么呢？结尾一句振聋发聩「但愿人长久，千里共婵娟」。投资是长期的事情，是一辈子的事情。选择企业，就如同从世间万千女性中，找到美丽、善良、能干的婵娟一样，去选择那些前景远大的、没有坑害小股东劣迹的、盈利能力明显超过普通企业的“ 婵娟级企业” 。

一旦确认她是你的Mrs.Right ，便要专注专一，付出你的真心，静静等待优秀企业创造财富，不纠结于一时的高低起伏。脾性吻合、两情相悦的爱人得之不易，切不可为几文铜钱的蝇头小利便轻率地将她付与他人。同时，哪怕婵娟在千里之外，我们也要随时对其保持关注，理解她的想法和作法，就好像彼此手拉手共享这月色一样。

然而，世间唯有变化是永远不变的。人长久，共婵娟，看似简单平凡的状态，世间却有无数英雄豪杰，只有在经历过大起大落的刺激之后，才能真正领悟平平淡淡的可贵，所以，东坡先生在此句用了但愿二字，感叹“ 人长久” 和“ 千里共” 之不易。

扯淡完毕。

文末老唐诵读《水调歌头. 丙辰中秋》，给书房各位朋友拜节。祝各位朋友在这中秋佳节里，阖家团圆，万事顺心，享受人长久，千里共婵娟……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20171008 散打投资13 ：普通案例中的大道

眨眼大假结束，各位休息的可好，玩的可开心？收心收心，该开工啦！

老唐大假第一天推送的拜节戏说《散打投资12-- 戏说东坡投资之道》看过没？那是一篇借着东坡词闲聊投资大道的娱乐之作。今天，老唐沿着上篇思路，继续聊聊有关投资之“ 道” 的话题。

开聊之前先提醒：本文偏长，数据较多，但其中理念非常重要。为方便阅读，老唐将其拆成两篇同时推送，请不要忽略了今日第二篇的《散打投资14 》，它是本文不可分割的部分。

话说很多朋友在股市里战战兢兢如履薄冰地生存着，总是担心坐上股价的过山车，没有恰到好处地在低点上车，或者没有恰到好处地在高点下车。那心态，正如东坡词中描述“ 我欲乘风归去，又恐琼楼玉宇，高处不胜寒” ！

这种患得患失和恐惧的根本原因，在于头脑中根深蒂固地认为投资回报只能来自于股价上涨。认为不管什么体系，最终都需要依赖牛市变现才能落实投资回报。于是，难免迷信类似“ 会买的是徒弟，会卖的师傅” 之类的伪格言。

在今年5 月发表的《散打投资2 》一文中，老唐转摘了雪球宁静的冬日兄的一段统计结论，阐述了「能挣钱的资产，就会有资本来争夺。这个争夺会抬高股价，从而降低了你的回报。注意，是其他抢购者抬高股价，降低了你的回报，而不是提高」理念。当时是在旅途中，凭记忆随手码字，谈的不够细，说服力或许不够强。这几日有点空闲，老唐重新码字堆数据，梳理梳理这个事儿。

梳理这件事儿，想用数字来阐述5 大观点：

① 长期来看，优秀企业股权的投资回报是最高的，远高于其他投资手段，甚至超过帝都那传奇的房价；

② 企业股权投资者，完全可以不依赖牛市变现，也能获得优异回报；

③ 如果企业真实盈利增长，股价不断下跌，投资者将获得难以想象的高回报，高到令人瞠目结舌；

④ 因为资本是逐利的，所以企业真实盈利保持增长的情况下，妄想遇到股价持续下跌的美事，几乎是不可能的。其他资本一定会“ 逼你” 在股价上赚钱；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

⑤ 股价只是一个可有可无的影子，投资者要研究和关注的，是企业盈利的质量和增长。只要有盈利的增长，自然会有股价的上涨，经营是因，股价是果，盯住股价是本末倒置。

以上观点，可能比较反直觉。本文不玩虚的，数据说话。

强调：本文框架源于宁静的冬日兄2015 年的一个老帖，老唐只是补充数据，并将其中的道理阐述的更直白更透彻一些，原创算宁静兄的 。

之所以依然拿泸州老窖说事儿，除了相对熟悉之外，还有这么三点原因：其一是因为泸州老窖上市比较早，至今有23 年，相比茅台海康海天格力等上市较晚的优秀企业，数据更丰富，更利于展示；

其二，若拿老唐最熟悉的茅台数据说事儿，容易被怼“ 茅台是独一无二的顶级企业，没有代表性” ，而泸州老窖这家企业，市场同类竞争对手多，企业经营动荡大，在上市公司中并不算顶好类，最多算是中等偏上，有代表性；

其三是因为老窖股价波幅比较大。上市至今，仅腰斩以上的跌幅至少有7 次以上，平均每三年腰斩一次，堪称完美过山车。

说泸州老窖经营情况不算优秀，可以直接引用宁静兄原帖的一段陈述：

过去二十年这个公司管理得可以说是相当的垃圾，第一届的郭董居然突发奇想要把“ 名酒” 做成“ 民酒” ，硬生生就把这个当初比五粮液还高端的品牌砸掉了。

第二届的袁董，表面上总算是推出了一个1573 ，但市场根本没有真正做起来，反倒是乱搞贴牌挺来劲，把中低端也做砸了。

第三届的谢董，张总过去几年做得有多乱大家应该很了解，不用多说。总之，现在老窖不仅被第一梯队的贵州茅台 ，五粮液越甩越远，甚至利润水平都掉到了洋河股份的三分之一。

闲话不表，言归正传。

泸州老窖1994 年5 月9 日上市，上市当日开盘价9 元，全年最低价5.7 元，最高价格21.2 元。假设你在1994 年9 月投入20 万，在20 元的天价位置买入1 万股，买入后一个月时间，股价就跌至10.50 元，这买入点够黑的吧！

—— 不要忙着感叹1994 年没有20 万巨款，你可以将其缩小为2 万或0.2 万，结论一样。此处使用20 万的假设，是为了后面方便与买房的投资回报做比较。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

现在来假设，你买入后持有不动至今，既没有在76.6 元逃掉大顶，也没有在3.1 元抄到大底。简单说，就是你完全忘记了股价的波动，满仓经历了所有的腰斩。你所做的，只是在每年收到分红时，直接按照当时股价无脑买入。

为方便计算，老唐假设年度分红送转均在次年6 月30 日当日到账，中期分红送转均在当年12 月30 日到账，买入一律以当天收盘价格成交。同时，保守起见，红利税一律按照10% 假设（实际现在持有超过1 年免税），而买入股票的交易税费则按照0.5% 计算（实际印花税0.3% ，交易佣金一般在0.03% ）。

将历年分红送转数据录入excel ，并统计年度及半年度收盘价后，得出下表。图表数据量大，看不清楚的可以跳过图表看文字即可，不影响阅读。

2006H	0	0	0	14.63	96152	3453	235
2006	0	3.5	0	25.34	96152	0	0
2007H	0	0	0	42.1	96868	30288	716
2007	2	5.6	4	73.5	96868	0	0
2008H	0	0	0	30.09	156603	48821	1614
2008	0	6.5	0	18.2	156603	0	0
2009H	0	0	0	28.7	159779	91613	3176
2009	0	7.5	0	39.04	159779	0	0
2010H	0	0	0	28.22	163581	107851	3803
2010	0	10	0	40.9	163581	0	0
2011H	0	0	0	45.12	166828	147223	3247
2011	0	14	0	37.3	166828	0	0
2012H	0	0	0	42.31	171771	210203	4943
2012	0	18	0	35.4	171771	0	0
2013H	0	0	0	23.78	183415	278270	11643
2013	0	12.5	0	20.14	183415	0	0
2014H	0	0	0	16.38	195949	206342	12534
2014	0	8	0	20.4	195949	0	0
2015H	0	0	0	32.61	200254	141083	4305
2015	0	8	0	27.12	200254	0	0
2016H	0	0	0	29.7	205084	144183	4830
2016	0	9.6	0	33	205084	0	0
2017H	0	0	0	50.58	208570	177193	3486
2017Q3	0	0	0	56.1	208570	0	0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经计算，至今你持有208570 股泸州老窖，按照2017 年9 月底收盘价56.1 元计算，当前市值1170 万元，23 年年化回报19.35%——1170 万，已经包含了全部分红在内，其中最近的2016 年税后分红是17.7 万元。

如果我们将回报分解，会发现19.35% 的复合增长中，企业净利润增长贡献了至少17.31% ，剩余约2% 为市盈率提升贡献。这个17.31% 是这样计算的，假设2017 年净利润为22.83 亿，即今年上半年净利润14.67 亿+ 去年下半年净利润8.15 亿（实际今年下半年净利润基本确定会高于去年同期），相比较1994 年的0.58 亿，年化增长率17.31% 。



买买买，买了以后股价要是一直跌怎么办？ 现在，让我们模拟一场头脑风暴：假设你买入后就遇到一个长达23 年的超级大熊市，泸州老窖今天的股价不是56.1 元，而是1 元多。为方便计算，老唐直接假设老窖股价每半年匀速下跌5% ，现在的收盘价1.12 元，其他条件不变。

经历一个持续23 年的超级恐怖大熊市，你的20 万，究竟会有多糟糕呢？请继续阅读更重要的续篇：今日第二条《散打投资14 ：熊市的变态级回报》，文章将用数据证明两个“ 骇人听闻” 的观点：

① 如果有幸赶上超级大熊市，你的投资回报率将高到难以想象；

② 其他投资手段，甚至包括上杠杆按揭北京房产，23 年的回报率也低于傻傻持有老窖股权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20171008 散打投资14 ：熊市的变态级回报

请先读《散打投资13 》后，再读本文。

现在，假设你在1994 年9 月以20 元/ 股的天价买入1 万股泸州老窖，接着就遇到一个长达23 年的超级大熊市。泸州老窖一直跌一直跌，今天的股价不是56.1 元，而是1 元多。

为方便计算，老唐简单假设老窖股价每半年下跌5% ，当前收盘价1.12 元，其他条件不变。经历这样一个持续23 年的超级恐怖大熊市，你的20 万，会有多糟糕呢？（可以跳过图表，直接看结论）

结论：

截止今天，你持有泸州老窖1390 万股，当前股价1.12 元，对应市值1556 万元，年化回报20.84% 。比实际股价为56.1 元的今天，市值多386 万，年化回报高1.49% 。

这不是核心。核心是2016 年你收到税后红利738.79 万元（若考虑实际税率为0 ，红利超过800 万）。23 年前投入20 万，现在年收现金红利超过800 万。此时，若有人出价1556 万元，你会将你的1390 万股泸州老窖卖给他吗？老唐打保票，只要你精神正常，铁定会让他看口型：g-u-n 滚，三声滚……

更可怕的是，若是股价继续每半年下跌5% ，预计不久的将来，你会买光泸州老窖全部股份，将其私有化退市，从而将每年数十亿的净利润装入自己的腰包。

实际上，老唐还真模拟过另一个计算，若是每半年股价下跌幅度是10% ，其他条件不变，你会在2009 年上半年拥有超过10 亿股，成为泸州老窖控股股东。并在2014 年上半年，买光了泸州老窖所有股份，手头还剩余4 亿多分红款没地方花。

从此，泸州老窖成为你100% 持股的全资子公司，每年数十亿净利润全是你的，不存在所谓分红多少的问题。至于市值，只能等每年的福布斯排行榜发布时，留给他们去估算了。

上面这假设实在美好的不像真的，事实上，它确实不是真的。这种企业真实盈利增长，而股价一直下跌的情况，不可能在现实中发生。这种变态级的高回报，你永远不要妄想。为什么呢？

因为资本是逐利的，除你之外的资本一定一定一定一定一定一定一定一定一定会参与抢购，从而抬高股价，降低你的回报。这是不以人的意志

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为转移的经济规律—— 注意，是抬高股价，降低了你的回报。

这就是老唐想说的：投资者真正要关注的，是企业真实盈利的增长，只要它是增长的，股价的波动，只是给你送钱多少的区别。股价上涨导致你的短期回报上升，长期回报下降；股价下跌导致你的短期回报下降，长期回报上升—— 股价只是一个可有可无的影子，偶然也客串一下送财童子。如果你爱的只是这虚幻的影子，眼泪，将成为你唯一的奢侈，预备唱…… ！

作为优质企业的股权持有者，毫不矫情地说，内心真的是不欢迎接盘侠到来。然而，无论你怎么不欢迎，他们却一定会来抬高股价，“ 逼迫你” 收下股价上涨的钱。

投资真正重要的，是寻找未来长期利润增长近似于乃至优于泸州老窖的企业，一个两个三四个，五个六个七八个……

时间是我们最好的朋友，伴随年龄的增长，伴随我们的学习、研究和跟踪，能理解的企业越来越多，所承受的行业性风险越来越小，面临局部过分高估或某些基本面变化时，可腾挪和接力的机会也越来越多。其他的，真心不重要。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



但是，必须泼盆冷水：不要小看了“ 寻找未来长期利润增长近似于乃至优于泸州老窖的企业” 的难度。理解一家企业的商业模式和竞争力所在，并确认其未来利润确定会增长，并不简单。它不是点点鼠标，看几个指标就可以搞定的。它是投资者需要一辈子深入学习的东西，是投资当中最有趣味的部分，也是唐书房日拱一卒的方向。

------ 插条分割线，休息一下被震撼的大脑-----

接着前面说。

前面谈到了，23 年前投入20 万买入一家中等偏上资质的企业股权，完全忽略股价波动，通过分红再投入，当前市值为1170 万元，23 年年化回报为19.35% 。若是运气好，股价不断下跌的话，回报率会高到令人瞠目结舌。

这样的计算，必然会有朋友说，1994 年的20 万，是一笔巨款，如果投资别的，说不定回报更高！事实真的是这样吗？我们继续看数据。

在宁静兄的原文里，对比了存款、买黄金和买二三线房产三种情况。这里删掉存款方式—— 存款实在算不上投资，最近有条“ 厦门陈女士的1200 元，存于1973 年，44 年过去，本息合计金额2684.04 元” 新闻，就是存款吞噬财富的优秀案例。这部分直接跳过。

老唐增加了全款购买北京房产和按揭购买北京房产两种情况，用傻持泸州老窖的回报，分别与购买黄金，购买二三线房产，全款购买北京房产，按揭购买北京房产四种情况做对比。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

黄金和二三线城市情况，直接拷贝宁静兄的原文（备注，宁静兄原文用的是21.2 元最高点买入，即本金是21.2 万元，所以数据会和老唐的20 万元本金假设有细微差异）：

1. 购买黄金：按照当时约112 元一克的金价，（21.2 万）可以换1.89 公斤那么巨大一块。现在金价约248 一克，如果把那一大块1.89 公斤的黄金卖掉能换回46.87 万；

2. 购买二三线房产。在很多二线城市，这笔钱（21.2 万）可以买两套100 平米的住房（按800 元一平米算，每套再加2 万多元的简装修费）。当年月租约400 元，2001 年以后有比较明显的增长。现在属于老旧房，月租1200 吧，两套房二十年算下来租金总体38.4 万左右。

房价嘛，最高时可能也到过七八千一平米吧，现在作为老旧房假如要卖可能5000 左右。如果卖得出去的话，也就是两套房市值100 万，不卖的话，每年可收租金2.4 万，相对于黄金或存款，买房还是划算多了。

3. 如果运气超级好，你把房子买在北京。根据网络资料，1994 年北京市刚修好三环，当时房价约4000 元/ ㎡。全款的话，20 万大约可以购买并简单装修一个45 ㎡的三环小套一用于出租。租金数据不详，就按照23 年间累计收到的房租及其再投资回报，抵扣期间维修及三到四次简单装修支出后，净剩余100 万估算吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

日期	北京房价	北京人均实际年收入
1992		4762
1993	3000	6332
1994	4000	9156
1995	4500	11402
1996	4600	13411
1997	4600	15427
1998	4600	17199
1999	4600	19289
2000	4600	22016
2001	4600	25328
2002	5000	29019
2003	5500	33663
2004	6500	39687
2005	7500	45993
2006	8500	51722
2007	9800	60096
2008	9800	64491
2009	16000	66940
2010	24000	73856

根据网络数据，现在北京三环二手房房价大致是，北三环最贵，6 万左右，南三环最便宜，4 万出头。我们假设这套23 年的老破小，今日可以按照5 万/ ㎡出手，总价225 万。加上租金再投资收益100 万，合计回报325 万，年化收益率12.89% 。

4. 如果当时更聪明，不仅买的是帝都的房子，而且还是按揭买的，可购买约三倍面积。加上房租，考虑买卖相关税费，期间的还贷，各项装修维护费用，应该可以变成1000 万左右吧！23 年50 倍，年化回报18.54% 。

傻傻持有一家仅能称得上中等偏上企业的股权，实际年化回报19.35% ，终值1170 万。如果期间股价下跌，回报率会更高；与此相比，即便是搭上了传奇的帝都房产牛市，如果不使用杠杆，回报不足13% ，终值325 万；哪怕承担更大风险，使用三倍杠杆，获得终值1000 万，回报率也低于不加杠杆的傻持。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

数字告诉我们的：优秀股权的投资回报是最高的，远高于其他投资手段，甚至超过了帝都那传奇的房价涨幅。事实上，上市超过20 年的企业中，盈利增长水平达到或超越泸州老窖的并不罕见，感兴趣的朋友可以自行统计计算。同样，今天的A 股里，未来盈利增长水平，可能超过泸州老窖的也不会少。挖掘和研究这些企业，就是帮助投资者长期盈利的“ 正事儿” 。

不知道这么聊，各位朋友能否彻底理解巴神的「不介意买入股票后股市关闭」的说法？能否打掉部分朋友心中对股价的患得患失心态，真正建立「股票代表企业的一部分」的投资体系基石？

PS：文末附加一个相关问题。本文谈的是企业盈利增长，且分红再投入情况下的回报，可能会有人继续问：如果企业盈利很多，但一毛不拔拒不分红呢，还会有这样的高回报吗？

这个问题在理论上说，只要企业留存资金的回报率比你本人使用资金的回报率高，不分红将使你的回报更高。因为企业留存净利润及其产生的复利，依然会通过股价体现出来。但要简单明了的厘清这个道理，还是挺不容易的，限于篇幅，以后有合适的机会再说吧！

但幸运的是，这个复杂问题，恰恰好我们有条件忽略它，因为天朝证监会对上市公司分红，尤其是现金分红，有一些规则上的强制要求。我们看到，绝大部分优秀企业，都有股东回报规划，有按年现金分红的计划和历史。我们也可以在选择企业时，有意识地给分红率更多的考虑权重，从而获取分红再投入的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20170817 关于抄作业的是与非

约1 小时前，遇到一个点赞最多的评论说 ：

唐朝定律：凡是唐朝看了，夸了，却不敢大仓位买的东西，一定要坚决的买，大手笔买。为什么？唐朝有双慧眼，却是个怂货，胆子小的很；市场上到处都是近视眼，老花眼，瞎眼，胆子却都很大。应该把两者结合起来，用唐朝的慧眼，拼市场的胆子，完美。



w奔波儿霸:

唐朝定律：凡事唐朝看了，夸了，却不敢大仓位买的东西，一定要坚决的买，大手笔买。为什么？唐朝有双慧眼，却是个怂货，胆子小的很；市场上到处都是近视眼，老花眼，瞎眼，胆子却都很大。应该把两者结合起来，用唐朝的慧眼，拼市场的胆子，完美。

唐朝:

勉强四中有仨

08-16 18:12

08-16 18:31 | 举报　　查看对话 | 赞(48) | 打赏 | 回复

在老唐截图转发后，又有几位老友的跟帖激起了我的警惕 ：



TOPCP:

哈哈，我觉得有道理呀，唐兄的信立泰我是左看右看怎么都好，您确只买了5%不到，我胆子大，一次重仓35%。茅台碰到天花板之后，我可能靠的就是这个企业了。从这一点上看，我的赌性可要更足一点了

8分钟前 | 举报　　删除 | 赞 | 打赏 | 回复



Stevevai1983:

所以需要你多夸几个公司。 这样每个5%，累计也不少了，而且看走眼1~2个也不怕。平均赢。

唐朝:

鼓起勇气才5%，也是怂货群的

16分钟前

10分钟前 | 举报　　删除 | 查看对话 | 赞 | 打赏 | 回复

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



凡人投资者:

想起了当年被老唐看好的海康和腾讯

2分钟前 举报 删除 | 赞 | 打赏 | 回复



kenny小子:

难道买的理由只是因为老唐买了吗？这种粉丝一定是亏的时候骂得最狠的

8分钟前 赞 | 打赏 | 回复

老友们的评论，有玩笑和调侃的成分在内，但坦率说，关注者里可能真有二话不说直接抄作业的朋友 。

对于抄作业这件事，老唐的总体思想是：

识人，也是一种能力。西谚有云：If your heroes are right ，you are lucky—— 你关注的人靠谱，你就烂不到哪儿去；中文俗语也有类似说法：跟着苍蝇找到粪堆，跟着蜜蜂找到花蕾 。

将你信任的人的选股，作为选股池里的备选对象，的确是节约时间和精力的做法；你信任的人对某公司所持观点，可以作为自己估值时的加分或减分因素 。

如果老唐的财报分析文章帮助新老朋友们整理了一些材料，提供了一个视角，老唐是开心的。但是，如果纯粹因为老唐看好就跟风买入，这是可怕的 。

从老唐的角度说，今日你跟风节约的汗水，未来说不准会变成喷进唐书房的口水，因为很显然，老唐又不是D ，不可能永远伟大光荣正确 ；

从你的角度说，放弃了计算和思考的过程，直接拷贝买卖行为，恰恰是在自己资金量相对较小的时候，放弃了观摩学习和验证提高的机会，且可能抄袭了一个扭曲的结果，得不偿失 。

哪怕对方真的是个如同巴菲特一样的绝顶高手，直接抄也绝不是良策—— 注意，更何况老唐本人距离高手二字还差着十万八千里！！！

搬一篇老唐的旧文，原标题为《信巴菲特，为何不直接买巴菲特挑的股？》——2015 年11 月15 日发的，真心不是为今天准备的 ，但其中观点是一以贯之的。

推送给大家，算是个预防针吧！真心希望我们都摆正位置，让书房成为我们大家分享企业基本面，交流企业经营信息，共同提高投资水平的地方，而不是最终演化成一个老唐跳上神坛装神弄鬼，读者埋头窥视寻找代码的空间 。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以下是原文。事实上，巴菲特三个字可以替换成你粉的、或者仰慕的任何大V 、高手或者股神的法号。

△ 休谟：有一问题想讨论一下：既然我们如此深信巴菲特投资理念，也认为自身有许多知识上的局限导致对公司经营分析有偏差？为什么不直接相信巴菲特所投资的公司，跟随买入？比如比亚迪，而非要加大难度另投外物？这倒底是为什么？本人观点：抄袭巴菲特成功率远大于自已作主。

△ 老唐：1 ）夹头理念要求我们将信仰建立在【股票的内在价值是其生命周期内全部自由现金流的折现值】这一基础上（虽然它几乎不可能被精确计算），多加任何不需要的变量，都在违背我们所相信的理念。因相信某人而买入，就是附加了其他变量，是对投资理念的违背。如果我们真心相信巴菲特的思想，我们就不能因巴菲特买入而买入。但是，学习他的分析，并因被他的分析说服而买入，是可以的；

2 ）除非你直接购买伯克希尔哈撒韦，否则你无法完全复制巴菲特的持股，单买其中任何一只或数只，背后仍然是悄悄附加了自己的判断。在自己不研究的情况下，作出的判断，必将使自己面对不利环境时，患得患失，被股价折磨；

3 ）你我的生命周期大概率比巴菲特长，为未来计，越早开始独立判断，越能让错误和教训发生在资本金较小、未来改错时间越长的时间段里。

△ 龙虎山畔客：抄袭巴菲特不是完全没有道理。投资者最头疼的一件事，就是对于管理层的判断。这些人是否理性，是否对得起小股东，会不会吃里扒外，是不是会过度粉饰数据（做假账的客气表达），如果做恶事有没有人制约他们。至少对于美国公司，巴菲特这个图章能很大程度上能化解这些担忧。余下的，就是计算买入价格相对公司的近景和远景，是否合适，这个判断已经排除了很多变量，就比较容易了。

△ 老唐：既然要计算买入价格相对于公司的近景和远景，这算是你自己的判断吧，不算抄袭。只是你因巴菲特入股而对公司估值的确定性加分了，这个我也会做的。

△ 休谟：我们相信巴菲特理念，但怀疑其买卖，逻辑上说不通。若不怀疑其买卖的话抄袭跟随应该顺理成章。若时机不对，有更低成本应当跟随，若公司不对，岂不是直接否定巴菲特理念？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

△ 老唐：这个理解完全不对。我们不怀疑其买卖，只是当我们不清楚公司内在价值、没发现当前价格和内在价值之间有足够吸引我们的价差的时候，我们不投资，无论有谁买入了，这就是巴菲特投资理念。所以，如果你信巴菲特理念，你就绝不能因为巴菲特买入而买入，逻辑上通的一塌糊涂。当然，巴菲特的买入可以作为你对公司确定性的加分，这个是正常的。

△ 休谟：我们能力圈局限，不全相信或没有能力理解其买卖，于是我们不跟随，是这意思吧？但我想说：巴菲特对其买卖是能力圈的事，我们选择相信巴菲特，为何因为我们能力圈局限而怀疑或否定巴菲特对标的的能力圈？

我们虽然理解不好标的，但巴菲特是能力圈的事呀，我们为什么不好让巴菲特帮我做投资呢？我们最大的能力圈就是知道巴菲特会做投资。原理就像：巴菲特不会造可乐汽水，但他知道谁做得好，给那个人造可乐呀；同理，我们知道巴菲特投资是优等生，让他来帮我做投资呀，抄呀。

△ 老唐：你当然可以抄，直接买伯克希尔就是抄袭优等生啊！但我刚刚已经回复你了，问题在于你迫于法规或者能力或者金钱，仅仅挑了一只或者数只来抄，仓位配比和巴菲特又不同，这就不是信任巴菲特，是扭曲巴菲特。

举个咱这儿的案例，就好比巴菲特买了部分分级A ，部分分级B ，配比吃套利。而你抄了一只B 买进，没买A ，这是相信吗？不是。这是附加了自己的判断，基本是盲人骑瞎马了。最后赢钱了，加强骑瞎马的信心，死在下一回。输钱了，还要冤枉巴菲特个龟儿子选的啥破股嘛。

再说了，你跟着买入后，巴菲特没有义务随时给你通报他是否继续持股，如果他撤了你还在，股价大跌你肿么办？如果他还在，股价大跌，你怀疑他已经不在的时候，你又肿么办？最终你还不是疑神疑鬼折磨自己[摊手]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20140609 赢在投机的起跑线上

本刊特约作者　　唐朝/ 文

A 股投资者多喜欢标榜自己为价值投资，对投机则敬而远之。其实，投机又有何不可？

何谓投机？

被誉为价值投资鼻祖的本杰明. 格雷厄姆，曾经这么定义投资与投机：“ 投资是指根据详尽的分析，本金安全和满意回报有保证的操作。不符合这一标准的操作就是投机。” 这个定义相当模糊。无论是“ 详尽的分析” 、“ 本金安全” ，还是“ 满意回报有保证” ，在事前都无法以客观的、统一的标准进行确认。在投入金钱买入某资产时，很少有人会承认自己没有经过分析、本金危险且不会有满意回报。因而，使用格雷厄姆的定义，很难在买入前，确认某交易究竟是投资还是投机。

投资和投机，关注对象大不同，决策系统也大不同。只有清楚的知道究竟在做什么，才可能将注意力放在正确的关注对象上，杜绝为自己贴上自欺欺人的标签。为此，寻找一个清晰准确、逻辑一贯的原则，区分投资和投机，非常有必要。

以回报来源界定投资与投机

笔者这样定义投资与投机：投资，是回报的获取主要依赖资产自身产生的现金流，无需依赖新买家的出价；投机，刚好相反，是回报的获取主要依赖新买家的出价。或者更简单的说：买股是投资，买票是投机。采用这个定义，可以在交易发生时，明白自己究竟是意图投资还是投机，从而圈定需要关注什么，来确保满意回报的获得。

何谓买股，何谓买票？让我们抛开教科书枯燥的解释，穿越回大航海时代吧。那是属于冒险家的时代，一艘船从欧洲大陆出发，无论经大西洋到美洲，还是绕印度洋到亚洲，带给沿途各国人民从未见过的稀罕玩意儿，当然，不便宜。顺带收走当地土产，当然，不会贵。此地之土产即是异地之稀罕，一趟船跑回来，常常是数百倍的利润。然而，风大浪大、海盗出没，十艘船总有那么两三艘或沉没或被劫。怎么办？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对利润的追求，常使人类想出精妙的解决办法。十艘船的船主，放弃每人拥有一艘船，改为每人占十艘船总收益的1/10 。10*1/10=1 ，简单的等式，带来完全不同的获利模式。哪怕十条船只回来5 条，只要每条回来的船，能获利百倍，每位船主都能够获得50 倍的收益。一边是确定赚50 倍，一边是或赚百倍或血本无归，精明的商人，当然知道怎么选。于是，股的概念诞生了。至于为了鼓励监督船长和水手，而诞生的股权激励及监事会制度，此处略过。

船，就是企业。股，就是船的一部分。持股人享受船的收益，并以出资为上限，承担沉船风险。

船主们找到了规避风险的办法，夜夜安枕却赚得盆满钵溢，自然惹得旁人羡慕。一群或陌生或相互认识的人，写个合约凑钱买船、雇水手，新企业就建立了。

船出海了，那可要些日子才回得来。那时候，没手机没电报。出海后，是彻底的杳无音信。这期间，若有持股人急等用钱，只好找个见证人，将出资协议附上转让合同，出让于有意购买者。成交之后，这条船或带着百倍回报返航，或沉入大海，该占的份额，该冒的风险，都由买家一力承担了，与原出资人再无干系。票，也诞生了。

逐渐的，建立在股和票上，也有了两种不同的获利模式。一种是以返航回报为主要获利来源的股模式，另一种追求买与卖之间差价的票模式。

巴菲特说，企业的内在价值就是其生命周期内产生的自由现金流的折现值。这就是以返航回报为主要获利的模式，回报的产生不依赖新买家的出价。正因为回报不依赖他人，所以巴菲特才敢放言即使股市从明天起关闭，其投资决策仍然不受影响。关于现金流折现获取回报的思路，笔者曾在《漫谈现金流折现法》（ http://xueqiu.com/8290096439/28126934 ）一文中，进行过阐述。

而格雷厄姆一生进行的大部分交易，以及他所宣扬的主要选股规则，是买入市值低于净流动资产值2/3 的企业，待股价超过净资产以上某比例后卖出获利。可见，格雷厄姆的回报，主要是依赖于新买家的出现，属于票模式。

1955 年，格雷厄姆作为证券市场著名专家，在美国国会一个证券市场委员会的调查询证中，被问道：“ 当你发现了某个特殊的情形，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

并且您仅凭臆想判断你可以用10 美元买下，而它是价值30 美元的，于是你买进一些。但只有当许许多多其他的人，认为它确实价值30 美元的时候，您才能实现您的利润。这个其他人认为它价值30 美元的过程，是如何产生的—— 是做宣传呢？还是什么别的？是什么原因促使一种廉价的股票发现自己的价值呢？” 格雷厄姆回答道：“ 这正是我们行业的一个神秘之处。对我和对其他任何人而言，它一样神奇。但是我们从经验上知道最终市场会达到它的价值。” 这个回答清楚的表明，对于价格终将回归价值的规律性原因，当时的格雷厄姆并不明白。

以现在的眼光看，市场价格终将回归价值，是因为资本的逐利性。伴随着时间的推移，浓罩着高回报资产的未知因素，逐渐明朗。资本的逐利性，决定了高回报资产必将吸引资金进入，从而拉升该资产的市价，直至其回报率回落至社会资本平均回报率水平。价格就这样回归了价值。

赢在投机的起跑线上

投资的回报，主要依赖资产自身的现金流。投资者可以不关注资产交易市场的报价，却需要时刻关注企业的经营情况。包括但不限于企业自身的决策变化，所在行业的景气度变化，竞争对手的行为变化等等。投机，关注资产的价格变动。关注新买家何时出现，因何而出现，主导新买家出价的因素是什么。

投机与投资既没有水平高下之分，也没有道德高下之分。所不同的，仅仅是回报来源不同、关注因素不同而已。即便是意图从企业现金流获取回报的投资者，也免不了会受买家过高出价的诱惑，卖出而成为投机者。至于意图从股价变动中获利的市场参与者，则完全可以堂堂正正承认：我，是一名投机者！

那么，资产价格究竟是如何变动的，背后有没有可以掌握的规律呢？

以股票市场为例，股价（P ）永远等于市盈率（P/E ）乘以每股盈利(E) ，这是数学，是永不会错的公式。因而，只要寄希望从股价变化中获利，总也离不开预测企业盈利和市盈率—— 两者或两者之一的变化。如果对这两个指标全无概念，贸然入市交易，也许能有一时的好运，但长期看，关灯吃面的结局是免不了的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

企业盈利和市盈率，未来都有涨跌平三种可能，由此诞生了九种未来股价组合。能否从股票价格上获取差价，取决于今天在什么组合上买入，也取决于未来在什么组合上卖出。

企业盈利的变化趋势，需要学习和掌握的知识非常多。任何行业，都需要数年的持续关注，才可能做出基本靠谱的判断。浸淫行业数十年的业内顶尖人士，错判形势导致企业兵败如山倒，也是残酷商业竞争中常见的事。认识到这一点后，投机者应持保守态度看待企业未来盈利，将研究定位于排除盈利可能下滑的企业，并忘却对企业盈利的乐观预期，使股价变化的决定因素，落在市盈率的变化上。

市盈率的变化，本质上是市场参与者情绪的变化。亿万市场参与者情绪起落之和，神鬼莫测。牛顿在股市投机巨亏后，曾经发出过著名的感叹：“ 我可以测算天体运动的规律，却无法测算人性的疯狂”。然而，虽然规律难测，但高风险雷区却不难发现。

市盈率，是回报率的倒数。20 倍市盈率，代表着回报率为 5% 。同时，由于股票投资回报，无人担保，购买者需要在无风险利率的基础上，加一个风险补偿收益率，以弥补承担的风险。因而，即便乐观的假设风险补偿收益率为零，无风险的资金回报率，也已经天然的划出了市盈率的上限。也就是说，在忘却企业盈利增长的保守假设下，若无风险回报为6% ，能够接受的市盈率上限必须低于17 倍。17 倍市盈率以上的区域，就是高风险雷区，是大概率亏损的区域。

“ 反过来想，总是反过来想…… 我只想知道我将来会死在什么地方，这样我就可以永远不去那里了。” 这是被巴菲特誉为“ 西海岸哲学家” 的查理. 芒格经常谈到的投资真理。只要能避开哪些致命区域，成功自然就会到来。无论面临的诱惑多么大，学会拒绝进入市盈率的高风险雷区，就赢在了投机的起跑线上。

美国投资大师、戈坦资本创始人乔尔. 格林布拉特先生，仅仅依靠低市盈率策略，加上一个投资回报率指标，在其20 年的投资生涯里，获得了年均40% 的传奇收益。这些宝贵经验，被格林布拉特先生写成一本小书《The little book that beatsthe market 》—— 中信出版社出版中译本名为《股市稳赚》，是一本薄薄的，定价仅18 元的小书，相当值得一读。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后记：

1 ）本文发表时，标题用了《投机有何不可？》；

2 ）本文是比惨大赛后的“ 老唐12 条” 注水所得，其主要逻辑在12 条里均已有阐述；

3 ）从上条可知，本文是一位“ 一朝被蛇咬，十年怕草绳” 者的总结。对于擅长50PE 买，150PE 卖的高手，本文分文不值，敬请忽略；

4 ） 文章最后一段，是为了以读书札记面目出现，随手从书架上扯了一本和本文主题相似的小书，而后加上去的。虽然生硬了点，但书真是值得一读的好书。作者用投资回报率和收益率组成一个简单的令人不敢相信的公式，取得了不可思议的回报率。

5 ）和戈坦的神奇公式类似的「低市盈率，配上高Roe ，再加上分散」，是老唐认为的有逻辑支撑的体系，是能在投机战场上长期生存的可靠法宝。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20180202 避雷要诀

本周，股市爆出好几个地雷，一时引发各类题材概念垃圾股大跌，也顺便引发段子高手爆笑出场。没持有这些地雷股的，看着段子开心一笑，给投资生涯增添了几分欢乐，但持有的这些雷股的朋友门就欲哭无泪了。今天老唐就借着刚刚披露的这几颗地雷，聊聊股市避雷要诀。

先看这两条留言谈到的两个雷



昨天 10:31

獐子岛的事，让我想起老唐书里对农牧渔的提醒，太好了。



昨天 09:41

雅戈尔果然有雷。还是大师火眼金睛看的准啊！

唐书房

獐子岛故伎重演，又玩扇贝跑了的把戏，导致公司四季度扭盈为亏，从三季报时预告盈利约1 亿，变成全年亏损5.3 亿~7.2 亿。这么大金额的扇贝，是成建制离家出走了，不知道它们在异乡还好吗？有没有被当地的乌龟王八地头蛇欺负呢？—— 记得上一次獐子岛扇贝任性出逃，也就是三年前的事儿，当时也是直接导致獐子岛产生七亿多的亏损。

这种老把戏在中国资本市场屡见不鲜。在《手把手教你读财报》58~60 页，老唐特意用一个题为《生物资产：造假高发区》的章节，谈了生物资产造假的手段以及造假者集中在这个领域的原因，并郑重提醒“ 农、林、渔、牧行业是造假高危区域。历史经验证明，除了农、林、渔、牧，软件、集成电路、生物科技也是造假高危区域” 。

原文内容略长，就不在这儿摘抄了，有兴趣的朋友再去翻翻该章节，对照獐子岛“ 扇贝去哪里了” 的故事，能够更好地理解对该领域投资应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

具备的警惕性。这种可以从书本上学来教训，就不要拿自己的金钱去交学费了。

至于雅戈尔，因在去年6 月19 日的《点杀》一文投票里，有1163 位朋友点杀雅戈尔（占总票数的10% ），高居点杀榜榜首。所以，老唐大概抽了两天的空闲时间，翻了翻雅戈尔的财报，并在6 月24 日发表了《生人勿近雅戈尔（上篇）》、《中篇》及《下篇》，文中给出的结论是：

这个结论的全部阅读和思考过程，后来还写成了《生人勿近诞生记》上下两篇。对于一名希望学习财报阅读和企业估值技术的朋友而言，老唐个人认为这五篇文章应该列为必读。

拿一份雅戈尔财报，按照《生人勿近诞生记》的步骤和要点，一路看下来，只要抱着基本客观态度，基本上都能毫无难度地发现雅戈尔服装行业困难重重，地产规模很小没有看头，而投资部分风格飘忽、逻辑难懂，从而得出「当时365 亿市值没有投资价值」的结论，也就躲过了本周计提33 亿、利润同比下降90% 的地雷。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

返回 唐书房 •••

结论：三个板块的合理值加总为60+150+168=378亿，有买入价值的位置为230亿以下。当前市值365亿，无投资价值，上涨下跌靠博傻赌运气。

唐书房

在《生人勿近雅戈尔》（下篇）里，老唐还特意指出：

返回 唐书房 •••

雅戈尔投资部分，财技花哨，时不时地利用处置股权、改变会计计量方法等财务手段，调节当年合并利润表数据（当然，是合法的），例如2016年雅戈尔的投资收益就靠四条途径实现：

唐书房

本周，雅戈尔披露的33 亿亏损，就是又一次财技展示——“ 当然，是合法的” ，将投资中信股份的“ 浮亏” 计提，产生33 亿利润表亏损。这是对过往年份“ 掩盖” 的无奈承认，实际上，这33 亿亏损主要是在2016 年上半年造成的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2016 年上半年，雅戈尔投资的中信股份，已经浮亏32 亿人民币。只不过当年假装不在，扛着等反弹，以期望股票涨起来改善利润表数据。结果等了一年半，想象中的反弹没有到来。

截止今天，中信股份股价和2016 年8 月31 日发布半年报的时候，几乎一模一样：2016 年8 月31 日收盘价12.22 港币，2018 年2 月1 日收盘价12.28 港币。收盘价没变，雅戈尔投资中信收到的分红，不够本金利息，成本又增加了数亿。

在《手把手教你读财报》83 页，老唐专门强调了“ 可供出售金融资产可能是隐藏的金矿或者地雷…… 看看期末账面值与买入成本之间的差额，计算一下其浮亏或浮盈能对上市公司产生多大影响，便能先人一步知道是发现了金矿，还是踏进了雷区。”

就拿雅戈尔对中信股份的投资来看，打开公司财报，搜索“ 中信股份” 四个字，便能很轻松的发现，公司2014 年下半年开始“ 炒” 中信股份股票的。

2014 年下半年投了6.16 亿，大约在均价12.9 港币买进5755.6 万股，然后赚了不到3% ，清仓跑了，给当年公司利润表贡献了1771 万元净利润。杯具是，2014 年下半年中信股份股价最低12.6 港币，最高16.88 港币，雅戈尔基本抄了个底，却只吞下不到3% 的甘蔗渣跑了，十足的小散模样。

2015 年及之后，雅戈尔操盘手（应该就是李寒穷）对其的“ 投资” 如下表：

时间	持股数量（万股）	期末市值（万元）
2015 年 6 月 30 日	7780	87612
2015 年 12 月 31 日	145451	1671907
2016 年 6 月 30 日	145451	1402298
2016 年 12 月 31 日	145451	1444178
2017 年 6 月 30 日	145451	1482024
2017 年 12 月 31 日	145451	1371453

唐书房

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

很清楚吧？追高买进（2015 年上半年买进价约等于2014 年下半年卖出价），套牢，加仓摊薄成本，又套牢，然后死抗三年，至今没有解套，合计造成33 亿损失（分红和借款利息都考虑）。三年累积亏损，一年释放，要烂就烂一年，以求来年低基数，这财技赤裸裸地没有任何技术含量。

买进后有赚，跑的比兔子还快，3% 不到就闪人了；套牢就加仓，而且是融资加仓。敢亏不敢赚，常见的韭菜风格！加一个上市公司光环，这个炒股账户居然有人愿意原价甚至溢价买进，然后委托一个不认识不了解的人“ 炒股” ，自己还没有任何发言权，穿透想，是不是很奇怪？

〈返回 关闭 唐书房 •••

那么，今天，我们面对这样一个净值168亿的炒股账户，多少钱你愿意买？或者你可以将其缩小一万倍，假设单位为万，多少钱你乐意买下这个炒股账户？

资产		负债	
上市公司股票市值	300亿	国内短期负债	136亿
非上市公司股票市值	93亿	境外长期负债	182亿
现金及理财	50亿+43亿		

唐书房

类似雅戈尔这种以炒股为业、且有玩弄财技前科的多元化公司，规避其实并不困难。只要能相对客观地去面对财报披露的数据，肯坐下来算一些小学数学题，足矣。

真正困难的东西，是如何防备自己欺骗自己、先看好甚至先买入再找买入或持有理由的心态。就譬如，就在雅戈尔计提33 亿公告发布后，仍然有人意淫未来将计提转回，增加报表净利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在《手把手教你读财报》的83 页清楚地写着，股票的减值损失，即便未来有条件做转回，也只能转回资本公积（现在统一归入其他综合收益），不改变利润表利润数据。这种转回增加净利润的春秋大梦，除了麻醉自己之外，没有别的用处。

本周，还爆了一颗更吓人的地雷—— 乐视网，巨亏116 亿。过去10 年，乐视累计报表“ 盈利”22.3 亿，今年一次性亏损额达到过去十年“ 盈利额” 的五倍有余。

这曾是一家光芒万丈的明星公司，江湖人称神视网，口号是“ 一起窒息” 或“ 超级XX 颠覆普通XX” 。最牛的时间，是2015 年上半年，股价从年初的32 元出头，飙升到当年5 月的最高价179 元，5 个月6 倍，风头无两。

而老唐恰好在2015 年4 月1 日和4 月8 日分别写了两篇文章，提示乐视网用少数股东损益刻意做高上市公司净利润的财技，以及乐视网荒诞的收购把戏。文章在老唐的雪球置顶帖里，没看过的朋友可以自己去翻看

8）海润光伏的阳谋 http://xueqiu.com/8290096439/36100760

9）X网的雷锋 http://xueqiu.com/8290096439/39523111

10）X网的神收购 http://xueqiu.com/8290096439/40072...

谈及乐视这两篇文章，不是为了吹嘘自己有多神。恰好相反，在老唐发表了这两篇文章后，短短23 个交易日，乐视股价又翻了一倍，耳光扇的啪啪作响。

看穿乐视的递延所得税以及神收购把戏，并不难，所需专业知识也就是《手把手教你读财报》水准，或者一名初级会计水准。然而，具备这些知识的人，照样有很多深陷其中，被炸的血肉模糊的。专业知识不是避雷第一要诀，真正的避雷要诀是正确理解“ 赚钱才是硬道理” 。

赚钱才是硬道理，是网上经常能遇到的怼人口诀，与之相似的大概还有“ 你负责正确，我负责赚钱” 、“ 你越来越聪明，我越来越有钱” 等等。这些话大体的含义就是：管它投资投机，管它因为什么，只要能赚到钱就是对的，买的股票涨了才是最重要的，净值增长足以粉碎一切疑问……

听上去很有道理，我们是来股市赚钱的，不是比谁讲的更有道理，也不是比谁的理论更正统。然而，这种认识，忘记了“ 如果你手持火把穿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

过炸药库，即使毫发无损，也改变不了你是一个蠢货的事实” ，必将导致投资人妄图在错误的逻辑中，依赖侥幸获取利润。于是踩中地雷也就成了迟早的事，而且越晚踩中危害越大：越晚踩中，投资额越大，损失额也越大，压力自然越大。更要命的是，投资增长的绝密武器「时间」也被浪费了。

所以，能否避雷真正的要诀在于：你认为在下图白线处买入，在340元清仓的人，是不是值得景仰和学习的高手？这个问题拷问清楚，你的投资体系就基本成型了。不延伸了，会得罪人，哈哈，打住。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



刚才展示神视网两篇文章的时候，顺便展示了以前就放在一起的老文《海润光伏的阳谋》。该文的主要内容是指出海润光伏做了一个很黑的局，利用市场大部分人对财务知识的匮乏，布了一个高送转陷阱。文章发表于2015 年2 月2 日，当时海润光伏股价8.3 元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为什么要说这段呢？因为今晚码字的时候，刚好手机上收到热点新闻：

***ST海润：股价若连续20日低于1元将被终止上市**

2018-02-01 20:49 Wind

附件:600401ST海润重大事项提示性公告.pdf (105K)

香港万得通讯社报道，*ST海润2月1日晚间公告，截止2018年2月1日公司股票收盘价为0.97元/股，股票收盘价低于公司股票面值。如果公司股票连续20个交易日（不包含公司股票停牌日）的每日股票收盘价均低于股票面值，公司股票将被终止上市。

唐书房

---

2 月1 日收盘价0.97 元，刚好整三年，跌掉了88% 。本周披露今年预亏23.7~28.4 亿元，目前有退市风险，也是一枚响当当的大雷。然而，老唐要强调的依然不是看出陷阱有多高明，而是：在2015 年2 月2 日之后，三个多月时间里，海润股价照样翻了近一倍，在2015 年5 月底达到15.73 元。

能不能避开三年暴跌88% 的雷，要诀并不在于你能否看懂海润光伏的阳谋，而在于你内心如何面对垃圾股、造假股、亏损股、题材股照样会暴涨的现实，如何面对这些暴涨让你“ 错过” 的巨额盈利，如何面对你一直瞧不上的隔壁老王杀进去赚的盆满钵溢、对门张妈跟进去照样赚的荷包鼓鼓、连楼下不识字的王婆婆都在里面赚到钱了……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特曾强调过：“ 投资很简单，但并不容易” 。不容易的核心原因，是因为市场经常会重奖错误的行为，以鼓励他们下一次慷慨赴死。而坚持做/ 且只做/ 正确的事，并愿意为此放弃市场先生颁发给错误行为的奖金，这才是避雷大法之核心要诀。

什么是正确的事？投资收益主要来源是企业的成长，这就是正确的事。一旦你以这种思路考虑问题，绝大多数雷区，你根本不可能踏入，甚至看，都只会远远地躲着看。

后记：

也是昨天，书房后台有位哭诉求救的朋友，连续发来几条消息，让老唐看后也很同情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



很例外地，老唐特意打开股票软件，将她发来的几个代码一一敲出来看了看。很遗憾，除了000917 电广传媒因为2015 年底在雪球参与过一次讨论，略有印象。其他三家里，知道飞乐音响的名字，但完全不了解，其他两个甚至连名字都没怎么听过，实在没有什么有价值的观点可以帮上忙。

我不知道这位朋友是因为什么买入这些股票的。在买进后跌了50%时，悲痛自己多年辛苦赚来的钱，已然没用，资本市场不相信眼泪的。要做的是假设已经割肉，重新审视自己的持仓，并在以后的决策之前，一定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

要提醒自己“ 账户里每一毛资本都是自己多年辛苦赚的，没有逻辑清晰的买入理由，绝不糟蹋自己辛苦赚来的本钱” ，这才是彻底的扭亏之道。顺带说一句：出于摊薄成本的补仓，是绝对错误的行为，会导致在泥潭里约陷越深。

祝书房的朋友们此生永不踩雷，

阿门，阿弥陀佛，无量寿佛，善哉善哉！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20180207 暴跌之后

昨天，美股暴跌千点引发港股和A 股开盘大跌。老唐从国投调整了约2% 的仓位到腾讯上，并在书房做了实时推送。过后收到不少信息，也回复了不少。其中有些问题挺有价值的，涉及到部分投资理念的关键性问题。本文特意把这些问题以及老唐的答复成文，供朋友们参考或讨论。

① 最多的信息是让老唐分析分析为何大跌，或者给老唐转来些类似《美国遭遇股债双杀，A 股或将迎来股灾》的文章，问老唐怎么看。大致都是一种面对市场大跌的紧张和慌乱，寻求心理安慰吧！

老唐的答复是：



从宏观角度分析股市基本= 算命。热热闹闹听半天，毫无价值，正如巴神所言：「关注宏观经济形势或者聆听他人有关宏观经济或市场走向的预测，都是在浪费时间。实际上这样做还会很危险，因为它可能模糊你的双眼，反而看不清正在发生的事情」。

有关老唐对宏观预测的观点，感兴趣的朋友可以重读一年前（好巧，2017 年2 月8 日推送，距今日刚好一周年）书房推送《宏观的幽默》一文的两个原创段子，此处不重复了。

② 再看一个截图（为便利阅读，后面不再截图，直接拷贝文字）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



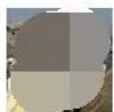
唐书房 10:27

哈哈，我看不出来“下跌刚刚开始”，要是能看出来，我就直接放空发财了。所以嘛，我先买为敬



唐书房 10:25

书房历史内容搜索，请点击 http://data.newrank.cn/m/s.html?s=Oi4pOSw9KSlI



10:25

腾讯下跌才刚刚开始，加仓太急了点。

唐书房

这位朋友说：腾讯的下跌才刚刚开始，加仓太急了点。

老唐答复：哈哈，我看不出来下跌刚刚开始，要是能看出来，我就直接放空发财了。所以嘛，我先买为敬。

这可能是一种常见心态了，看见股价下跌，就判断“ 下跌趋势中”，我要再等等。针对这个想法，老唐提供一个头脑风暴，大家细细想想，看能否说服自己克服。

如果我能看出任何一支个股明天的趋势，只需三年，即可成为全国首富：10 万元本金，每天看对2% ，三年下来财富值是5100 多亿，约等于2017 年底马化腾和马云的财富值之和（2582 亿+2555 亿）。

如果每天看对3% ，10 万本金，只需两年，就可以变成4735 亿，折合美元约760 亿，超过2017 年全球首富比尔盖茨（750 亿美元），成为全球首富（2017 年底，巴菲特财富值是607 亿美元）。

很荒诞，对吧？不要说全球首富，在市场里看明天后天股价趋势的人，不仅没有登上全球首富，没有登上全国首富，也没听说过哪位全省首富、全市首富，是靠这这个赚钱的。

荒诞的例子，不是为了抬杠，而是为了反证持续看对股价趋势的人，在这个世界根本就不存在。否则，无论他/ 她多么低调，也绝对不可能长期不为人知。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果真心承认自己没有能力预测短期股价波动，那么，你还会拿它做为投资决策依据吗？我的答案是：不会 。

我根本不去想它明天会跌还是会涨，只想这个价位买下来，三年后假设以大约15~25 倍市盈率卖出去，所获利润对我有没有诱惑力即可。

为何是15~25 倍市盈率，请参看1 月6 日文章《老唐估值法及运用解析》该段之后的解释

返回 关闭 唐书房 •••

接着问题①就来了：为什么你认为三年后市场会出现15~25倍市盈率。如果没有呢？比如届时茅台的市盈率是5倍甚至3倍，即便你270亿净利润实现了，总市值只有800~1200亿市值，你依然亏损过半。怎么办？——是不是问到你的心坎上了？哈哈✌。

唐书房

当然，其实届时真到25 倍市盈率，我大概率依然不会卖出。相关阐述参看《持有等于买入吗？》一文。

③ 老是不卖，持股有何意义呢？有位朋友问：老唐，我有个问题一直想不明白。作为小股东，当公司赚取收益以后，本应属于我们的那一部分，除了一点可怜的分红外，大头收益我们根本拿不出来也没有任何处理的权利，那么价值投资的意义在哪里？

老唐答曰：大头收益依然属于你的，公司代表你进行扩大再生产。当你不看好公司扩大再生产的决定时，你随时可以将你的本金及累积“收益” ，转让给其他认可的投资者，完成全部收益的变现。从这个意义上说，股票类似于一种浮动利率的永续债。能理解市场存在只付息、不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

承担还本义务的永续债这种东西，就容易理解「大头收益」的归属权了。

这位朋友接着追问：可能真是贫穷限制了我的想象，也可能大股东和我考虑问题的模式真不同。我就想见到真金白银，而他们考虑的是怎么让资产增值，然后看着那些钱特别有成就感吧！

老唐再回复：你真正的障碍在于，你以为只有“ 钱” 才是财富，才是真金白银。而在真正的投资人，或者你口中的有钱人、大股东眼中，“ 钱” 只财富的一种，而且是财富里最垃圾、最糟糕的一种。

一个富人，一定是想尽办法把“ 钱” 换成其他财富形态，其他更加接近真金白银的财富形态。富人手上的“ 钱” ，占比是非常非常低的，甚至是负的。他们的资产形态，绝大多数是以股权和不动产形态存在的。

要想成为富人，就要按照富人的思维模式去考虑问题。不是只有现金才是财富，逻辑和数据都已经证明“ 长期看股权一定跑赢现金或债券的” ，所以一个合格的投资者在安排好近期流动性所需资金后（以避免被迫出售股票），其他财富，要尽最大可能拒绝以现金形式存在。

「备注，这是《避雷要诀》留言区的提问，此处答案略有扩充」

正好，另一位朋友发信息说：老唐，你此时加仓，太勇敢了。我喜欢在风平浪静的时候投资，刮风下雨的时候就空仓休息。

老唐回答到：所谓空仓，其实是满仓持有一种收益率约3%~4% ，每年100% 确定会下跌约2%~5% 的债权资产。

这位朋友继续追问：但是如果你持有股票，遇到熊市，一年亏损肯定不止2%~5% 。如果股市好转，我也不会一直空仓，到时再进场捡廉价筹码不好吗？

老唐再次答到：当然好喽，只要你能判断未来是熊市。只是我没有这个能力，也没发现过任何人具备这个能力。所以，我就满仓持有手中这些长期看年化增长10% 乃至15% 以上的股权资产，不管市场先生将这些涨幅每年平均分配，还是用暴涨N 年+ 暴跌N 年做组合。

预测暴跌和预测暴涨，本质是一回事，难度也相同。自己至今还没有成为巨富，证明自己无法预测暴涨，因而也要勇敢承认自己同样无法预测暴跌。

妄图避开暴跌，通常你也会避开暴涨。结果最可能的是在自己熟悉的公司上没有赚到钱，反而在手持现金围观暴涨中患得患失，莫名其妙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

地踏入其他坑，糊里糊涂崴了脚。

④ 还有朋友问：老唐，你现在买不怕继续跌吗？为什么不等到400 以下再买？

老唐回答到：我现在买，不仅不怕跌，反而非常期盼它继续跌（绝不是矫情 ），最希望的是现在一口气跌到300 去，那样我会把大量其他股票的资金搬到腾讯上，那就真是美死了。

当然，如果我知道股价一定会跌下400 ，我肯定等。问题是我不知道，所以马马虎虎差不多得了。别忘了“ 估值是个区间” ，在我眼里，400 跟420 差别不大—— 当你以三五年的时间段、以翻倍利润预期考虑问题时。

比如四年前，究竟150 元买入茅台还是130 元买入茅台，今天站在700 回看，以一万股为例，无外乎是赚550 万还是赚570 万的差别，战术性质的小区别。

真正战略的问题是，你买了吗？如果你确定其价值超过300 元，150 甚至180 元、200 元都可以是买点，有钱就买喽！当然，有钱买时恰巧遇到更低，那是锦上添花！

150 元也不肯买的人，往往是心中无数，只是希望在所谓“ 市场跌不动” 的时候，抄到所谓的「底」。这类人往往在130 的时候，等待100 元；真到100 元，还会告诉自己应该等80 元……

又或者，可能对它的估值太低，比如远低于300 元，那么，即便在当时的最低价118 元买进，通常也就在200 元附近或者300 元左右就撤退了，美其名曰价值回归。

假如看错公司的未来，比如420 元买入或400 元买入腾讯，结果今日之后，腾讯公司一塌糊涂，股价持续暴跌，一直跌到50 元，再也起不来。同样以一万股考虑，最终剩余50 万，究竟原始投入是420 万还是400 万，有多大差异呢？我觉着几乎没有 。

所以，核心是你对企业的理解和估值。假如理解了企业，且估值大致正确，最终究竟是合理价值的7 折还是5 折买入，不是什么核心差异。然而7 折买入后继续下跌至5 折的话，已经「暴跌」近30% 。这30% 的暴跌，在我眼中，是市场的额外馈赠，而不是什么打击。届时有钱就继续买，没钱就当做不在场好了。

⑤ 至于问为什么暴跌的，老唐没有答案，也没有兴趣研究这种答案。给涨跌找理由这事儿，能骗收视率，但毫无价值。确实想看的，各

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大媒体100% 会提供这种垃圾食品的，可以随便挑。

反正，就在1 月13 号推送的《九连阳之下的冷思考》一文里，老唐写下过这样一段文字：

2018 年开年的连续上涨，挺吓人的。别人的公司没看，单就我自己持有的企业，九个交易日内，已经有洋河涨幅近20% 、茅台和招商H 涨幅超过10% ，其他腾讯、双汇、海康、张裕B 也出现较大幅度的上涨。所有持仓股票里，仅国投和信立泰出现了小幅下跌。

这种市况下，乐观情绪慢慢开始充斥市场。不过呢，在连续几年高收益之下，开年九个交易日又涨这么多，一般老司机都会本能地觉着今年日子可能不好过，大概率在后面陷入长时间的调整状态，对于很多介意市值回撤的朋友，可能造成压力。

尤其是今年的“ 大格局” 是利率上行。利率上行对股市而言就是估值中枢的向下压力—— 即“ 现金等价物” 这只“ 股票” 的市盈率下降，投资吸引力增加，使更多资本产生“ 卖出股票，买入现金” 的边际需求，从而导致股市承受向下压力。

炒股就是辛苦，要研究那么多。实际上，上述结论就是说出来也没什么价值，不足以支撑任何决策。对我而言，还是简单一些，看清楚自己的企业，然后呆坐等待即可。

要装神，此时可以说自己「预测」出股市要跌，实际上老唐只是「猜测」股市涨的比较多了，「或许」会跌。

这种猜测，每个人都会做，包括你。每个人都有对的时候，也包括你。而人类的大脑有一种特异功能，会选择性遗忘猜错的时候，让我们以为自己很厉害 。

其实，下跌的理由经常就是—— 听说要跌？

⑥ 还有好些朋友发来信息甚至账户持股截图，说自己已经亏损百分之五六十了，问老唐怎么办？

老唐怎么办？老唐也没有办法。老唐问当初买入时，怎么想的？有人居然回答说胡乱买的。瀑布汗 ，胡乱买的，赔钱不是天经地义的事儿吗？难道还寄希望于胡乱买、胡乱挣钱？

对于这些朋友，老唐建议当做今天已经割肉，重新审视自己的股票，重新审视自己的投资体系，不要将希望建立在包括老唐在内的他人建议上。否则，在漫长的投资生涯里，还会经历更多这样的惨剧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

到今天为止，2018 年前26 个交易日，上证综合指数上涨约2% ，沪深300 指数上涨约3% ，老唐的总换手仓位约3% ，约97% 仓位呆坐不动，总市值增加约1% （落后于指数）。以起点和终点数据看，是个相当平静的时间段。

然而这2% 的涨幅约63 个点，不是26 天里每天涨2 个或3 个点，而是用先大涨280 点再大跌217 点完成的，于是市场参与者就血流成河。这是Mr.market 对「折腾」的警告，希望你我都听到了 。

如果腾讯和海康股价继续大幅下跌，老唐很可能还会继续买入。另外，宋城演艺距离去年初设定的买入价240 亿市值也不远了，貌似也会有希望买到—— 资金来源都将是卖出国投。其他公司暂无买卖考虑。

最后，回答一个答过多次的无趣问题：经常有人问老唐发的持股仓位后面的+ 和- 是啥意思？

答：因为实际仓位不会恰好是整数，会多点儿或者少点儿，就用+-表示。例如仓位占比在9.5%~10% 之间的，老唐写作10%- ；而如果持股占比在10%~10.5% 之间的，则写作10%+

20180208 避雷的核心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

休去倚危栏

斜阳正在 烟柳断肠处

——辛弃疾

避雷的核心，是坦然面对

垃圾股常常大涨，甚至暴涨的现实

——唐朝

唐书房

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20180209 恐怖再度来袭？

早上醒来，看见手机弹出新闻说昨夜美股继续暴跌千点，第一反应想到今天可能又是调仓好机会，赶紧爬起来把昨天已经写好并设置了今天定时推送的拜年兼荐书文，推迟到明天推送，抓紧时间聊几句。

这几天，全球市场都处于杯弓蛇影状态，一个个盯着老大哥的一举一动，丝毫没有想到老大哥是先这样，才那样的，看图：

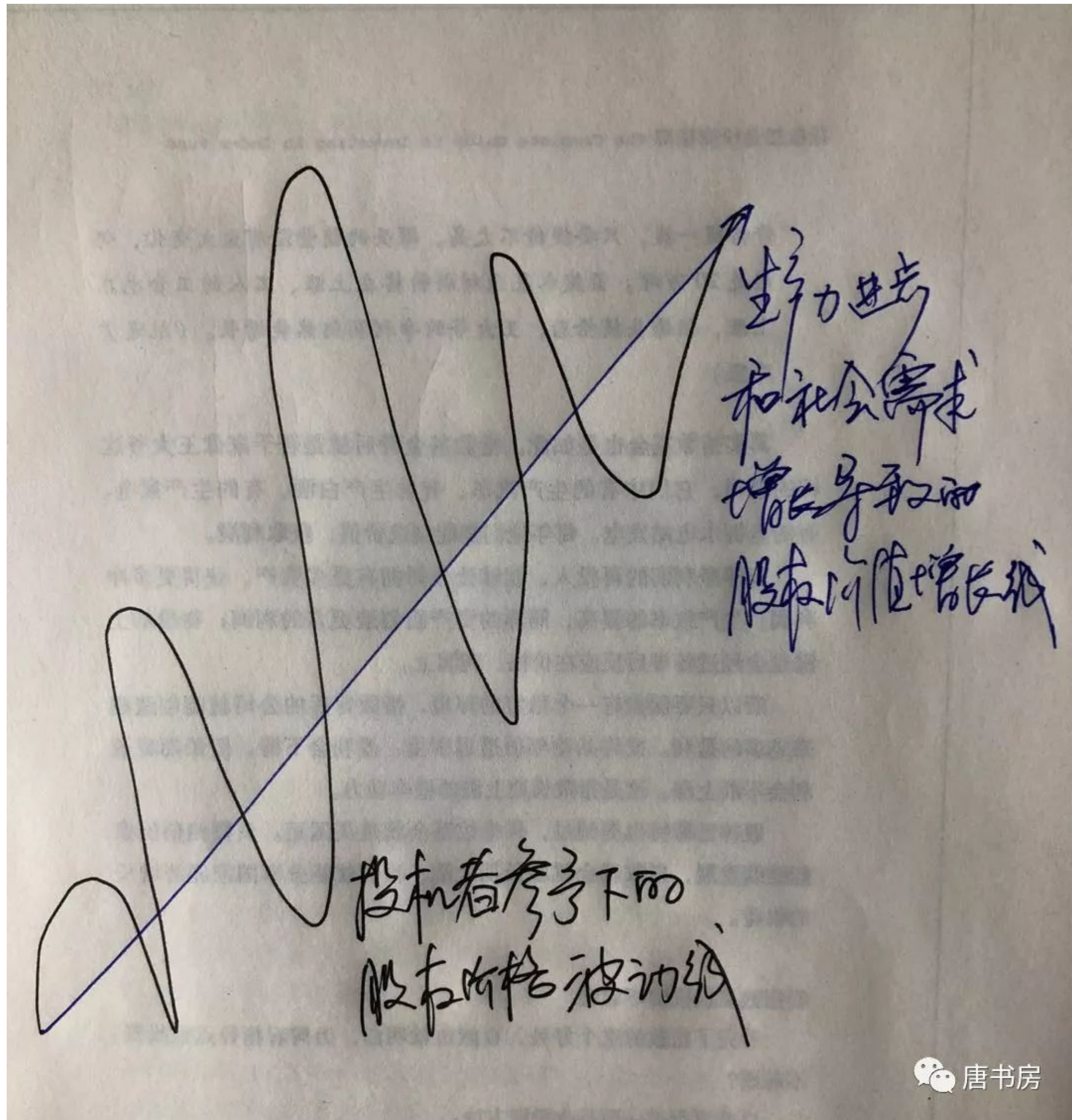
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市场就是这样，由于有大量投机者的存在，他们期望的是涨停和涨不停。在上涨过程中，投机者争先恐后的进入，生怕进来晚了，错过大餐；一旦出现下跌，他们又生怕逃命晚了，变成大餐。

于是股市就在这样的千年不变的人性中，暴涨暴跌的前行，内在价值和股价变成了这样两根线。



于是，参照上图蓝色线条做决策人，只好一次又一次地仁慈地给逃命者机会，并笑纳他们赠予的捡钱机会。

今天，对于很多人来说，想必又是血雨腥风的一天，会有很多惨剧在价格波动线上诞生。即便很多自认“ 夹头” 的，价格大幅下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

挫，也是对信念的极大考验。对此，老唐也无法安慰，只能翻出三篇老文章，建议重读。

文章一：2016 年12 月5 日书房推送的文章《如何才能不赔钱？》。这篇文章通过“ 揭露” 骗纸巴菲特言不由衷的语录“ 投资有两条规则，第一，绝对不可以赔钱，第二，千万别忘了第一条” ，解释了什么是亏损，如何才能不亏损。不是玩笑文，是非常重要的投资理念基石。

文章二和三：这两篇是一套，焦不离孟，孟不离焦，必须同时读。2017 年10 月8 日推送的《散打投资13 》和《散打投资14 》，这两篇文章，用了一个意淫的例子，无可辩驳地的告诉你，只要企业经营的真实盈利增长，股价根本不可能持续下跌，否则，你将富裕的难以想象。

有了这三篇文章垫底，剩下的事情就是你手持的公司是持续盈利增长的公司吗？如果不是，没人能帮你，只能寄托于运气；如果是，时间是你的朋友，它会站在你的这边，打败一切纸老虎。

时间紧急，不多说了。让我们看看今天我大A 会否跟着美帝暴跌，如果有，或许我会按照计划做些仓位微调，变动会实时发在本文的评论区。

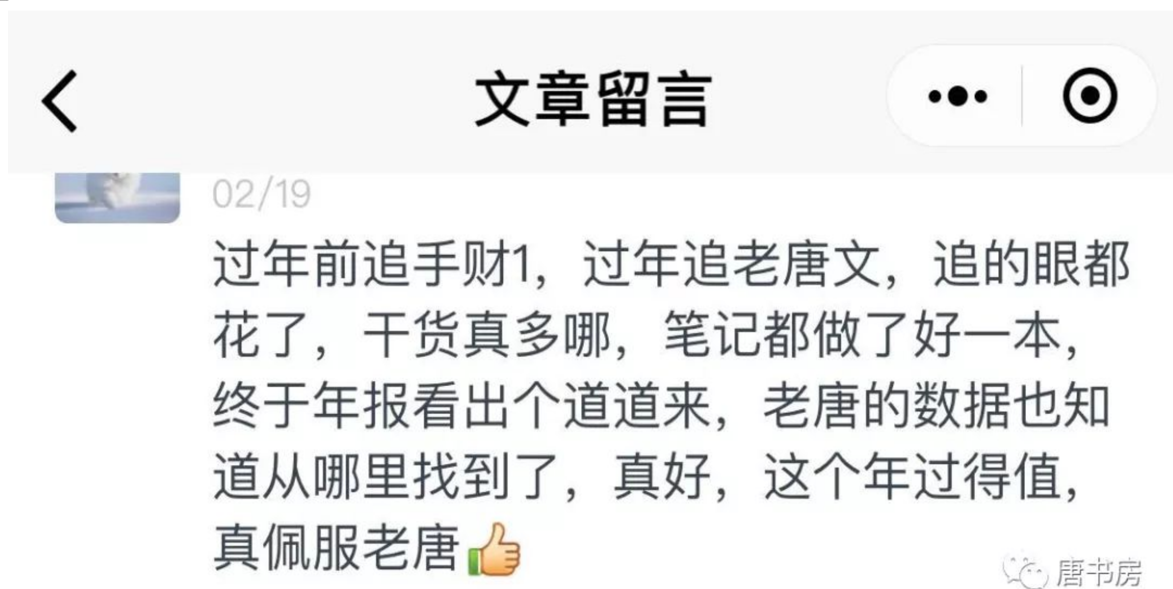
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20180225 狗年开篇散打

收假啦收假啦，问候各位朋友吉祥！ 春节大假结束，玩爽了吗，长肉了没？

谢谢过去两周里所有打赏和祝福的朋友，谢谢你们，虽没有一一回复，但心意都收到了，非常感谢！

还有，大假期间沉浸在书房，一篇一篇啃文章的学霸们，你们一级棒！留言我都看到了。类似下图这种肯沉下心动手的朋友，隔着屏幕都能感觉到你的血脉偾张，哈哈 。恭喜恭喜，看着你们有收获，老唐也很有成就感……



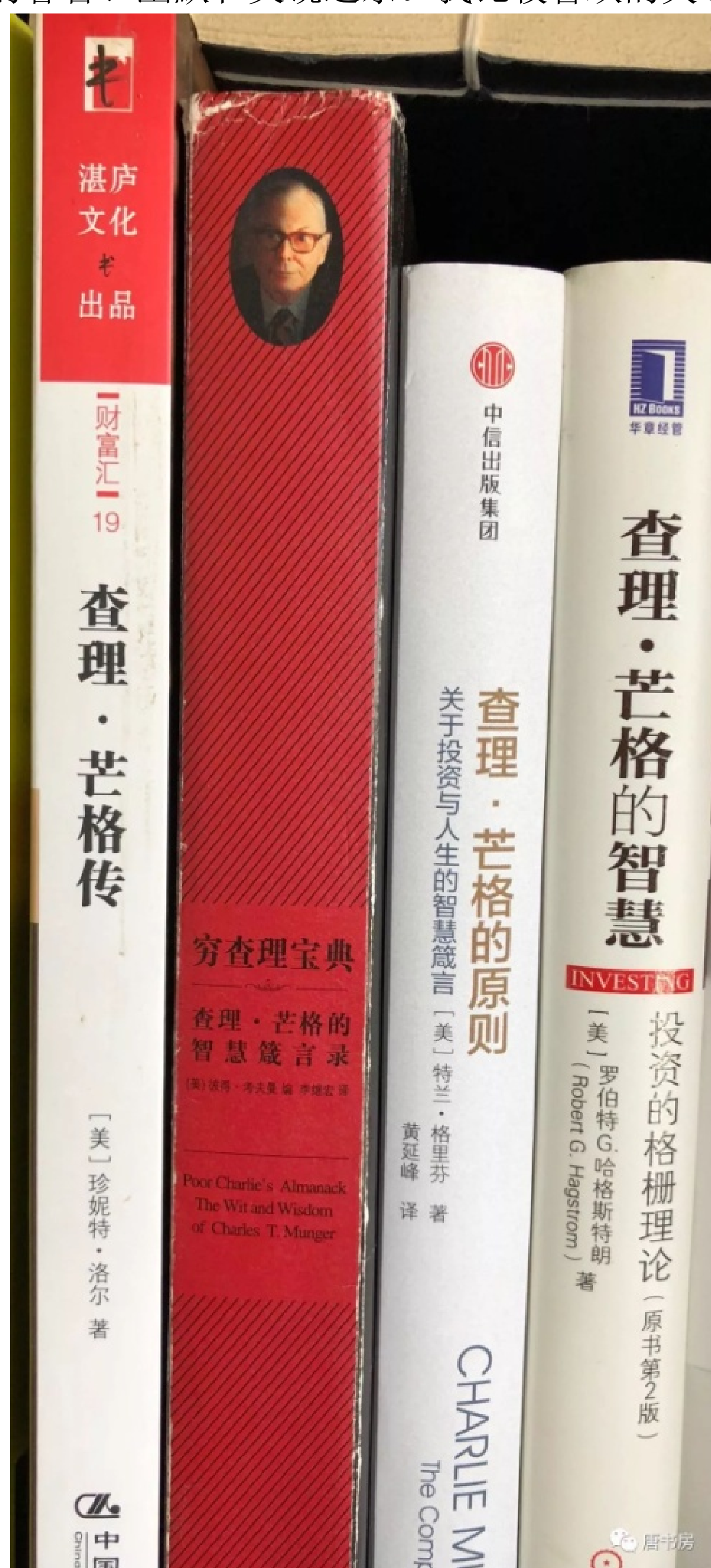
老唐今年春节过的比较闲适，一口气将穿越YY 文《重生完美时代》追到最新的第1369 章，还读完了桥水基金创始人瑞．达里奥的《原则》和特兰．格里芬的《查理．芒格的原则》。后两本书在网上口碑都很好，但很可惜，《原则》令我失望了 ！

《原则》共三部分，第一部分是达里奥的个人经历，读来≈ 我的成功可以复制；第二部分写生活原则，纯正鸡汤文，卡耐基成功学的翻版；第三部分工作原则，可以概括为「如何让你的公司运转良好」，对我而言没什么价值。只能说盛名之下其实难副，宣传水文太凶 。

芒格是个大智慧的人，他的思想没有系统记录，多以即席演讲或者零星妙语的形态存在。正因为这样，特别适合放在手边随手翻，常常被老人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

家的睿智、幽默和尖锐逗乐。我比较喜欢的关于芒格的书有四本



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

时间紧张的话，任选其一即可。若有闲，建议都看看，一本新书会给我们一个坦然重读的理由。时间花在重读经典上，比浪费在烂书上超值的多。

读读书，喝喝茶，晒晒太阳，幸福其实很简单



品茶读书之余，过节少不了的是酒池肉林，为防备“ 每逢佳节胖三斤” 的噩梦重演，过去两周跑了三次步，游了四次泳，艰难地维持了体重的零增长

运动的必要性，犹如投资的理念，知道的人多，实践的人少。会念“ 管住嘴、甩开腿” 六字真言的人多，穿上跑鞋出门的永远是少数。过去两周游了四次泳，有两次算我包场，另外两次也就三两个人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

< 发现　　朋友圈





唐朝

年后第一天，小区游泳馆又是本胖包场。一个人游来游去的，时间久了，有种恍兮惚兮地科幻感，不真实



3天前　删除　　唐书房

这有点类似价值投资。学习投资理念就好比阅读《游泳技术里的力学原理》，研究具体企业则类似于下水扑腾。明白力学原理，对游泳有帮助没有？肯定有。但如果只是将力学原理倒背如流，却不肯下水去扑腾，恐怕永远也学不会游泳。

读些理念文章，会给自己一种错觉，似乎自己很努力，学到了很多东西，然而如果发现「懂了很多价值投资的道理，依然没有变成账户上的盈利」，其主要原因可能就是念多了力学原理，缺少足够量的下水练习——阅读财报，研究企业。

价值投资的理念很简单，无外乎八个字：安全边际、市场先生。安全边际是说要在市价远低于企业价值的时候买入；市场先生是说要利用市场的周期性癫狂获利，而不是被这种癫狂所左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

无论你读多少理念类书籍，翻来覆去无外乎就是用1024 种不同的姿势阐述这两句话。然而，要命的是，无论是安全边际还是市场先生，都要求你知道那个神秘的“ 企业价值” 。

没有对企业价值的认识，就没有衡量安全边际的标尺，同样也不知道何种程度算是市场先生的癫狂。正所谓：心中若无价值锚，红也惊心，绿也惊心……

企业价值是什么？企业价值就是企业未来生命期内赚来的全部真金白银的折现值之和。想知道这个，我们必须去了解企业的商业模式，了解行业的竞争态势，了解需求的变化可能…… 没有捷径。妄图只是通过一个什么指标来确定高估低估，本质上也只是一种投机思想。

就在2 月6 日老唐423 港币加仓腾讯的那天，一位朋友412 下手1.1 万股抄了老唐的底。

（截图经朋友同意后用于本文，下同）

名称/代码	标志/时间	委托价	委托/成交量
腾讯控股 00700	买入已成 2018-02-06	412.000	11000.00 [illegible]

2 月9 日老唐399.6 港币继续加仓腾讯时，还是这位朋友，667 又加仓5600 股茅台。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2018年2月9日 11:20



码	证券名称	买卖标志	成交价格	成交数量	成交金额
519	贵州茅台	买入	667.000	92.00	61364.00
519	贵州茅台	买入	667.000	600.00	400200.00
519	贵州茅台	买入	667.000	200.00	133400.00
519	贵州茅台	买入	667.000	100.00	66700.00
519	贵州茅台	买入	667.000	208.00	138736.00
519	贵州茅台	买入	667.000	300.00	200100.00
519	贵州茅台	买入	667.000	100.00	66700.00
0519	贵州茅台	买入	667.000	100.00	66700.00
0519	贵州茅台	买入	667.000	100.00	66700.00
0519	贵州茅台	买	667.000	100.00	66700.00
0519	贵州茅台	买入	667.000	1000.00	667000.00
0519	贵州茅台	买入	667.000	500.00	333500.00
0519	贵州茅台	买入	667.000	100.00	66700.00
0519	贵州茅台	买入	667.000	900.00	600300.00
0519	贵州茅台	买入	667.000	300.00	200100.00
0519	贵州茅台	买入	667.000	200.00	133400.00

中小6817.76 -193.46 -2.76% 464.3亿

2018年2月9日 11:21



买了5600股茅茅。跟腾腾均衡一下🤔~

2018年2月9日 11:28

你这弹药库令人羡慕啊😁





临时挪用换房的钱😭
幸好旧房还能住😂

2018年2月9日 11:44







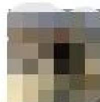




唐书房

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

同样在那两天，书房有位读者，连续五六次发信息告诫老唐还要跌，还要暴跌，不要急着抄底（他可能真是好心）。头几次，老唐客客气气地跟他谈论理念分歧，连续五六次后就没法客气了，怼了一句。结果对方骂老唐是“ 狗咬吕洞宾” ，只好“ 道不同不相为谋” 拉黑了事。



为什么说抄底还早，只要大多数人还惦记着抄底，证券市场就远远没到底！什么时候“夹头”（价值投资者）被深度套牢，所有人谈股色变，再考虑抄底不迟！现在还早，熊市不言底！



2018-02-09 12:03:23

你的回复

老唐不知道也不在乎明天是熊市还是牛市。熊市不言底，牛市不言顶，不要与趋势做对，要顺势而为......巴拉巴拉，您背的这些名言，老唐十多年前已经唾弃了。所以，烦请不要反反复复来提醒老唐。一两次说说可以了，执着五六次就过分，好吗？您是高手，继续等底抄就是了，不需要一定要拉着我

唐书房

才短短5 个交易日，恐慌就过去了，企业还是那个企业，公司还是那家公司，市场先生变红脸了，现在腾讯453+ ，茅台742+ 。为什么同样的事件面前，不同的人会做出截然相反的结论？是他们其中谁不懂价值投资理念吗？我看不是。关键区别是对企业的盈利能力、对企业价值是否有大致靠谱的判断。

譬如茅台，每年的基酒产量，商品酒产量，商品酒销量，基酒库存总量，一瓶酒卖出去以后各个环节能分多少…… 这样一条条数据，你走一遍下来，不要说今年，就是三五年后公司能赚多少钱，你心中也会有个八九不离十的估算，虽不中亦不远矣。

譬如腾讯，QQ 和微信的注册用户及活跃用户数量是多少，历年营收和利润主要来自哪些领域，各自增长情况如何，该领域还有没有深化空间，新领域有没有盈利或者盈利加速迹象，对外投资主要有哪些项目，过往投资记录证明投资团队眼光如何，已投项目运作情况如何……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这一堆内容，做个明细统计，或许不见得能直接套进某个等式里，算出一个准确数据来，但这个笨功夫本就是学习理解的过程。通过这样的学习，我们对价值的估算自然就会越来越接近正确。这绝非别人告诉我们一个结论，我们就能接受或理解的。

动手做这些难吗？不难，只是笨功夫，要花时间而已。不开玩笑，这种笨功夫，老唐真的有做。没帮手哦，就是一份份资料查找统计出来的，从彻底的科技小白到还算略知一二，靠的就是这些笨功夫。秀半份统计表格吧！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	A	B	C	D	E	F	G	H	I
70		5月2日	空中云汇	澳大利亚	A轮	1300万美元	红杉、腾讯等。		
71		5月4日	Nav	美国	B+轮	1300万美元	腾讯、高盛等。		
72		5月12日	轻松筹	北京	C轮	2800万美元	IDG、腾讯等。	合计10%	
73		6月12日	富途牛牛	广东	C轮	1.46亿美元	红杉、腾讯等。		
74		8月10日	联易融	广东	B轮	2亿rmb	贝塔斯曼、腾讯等。	12.53%	
75		8月30日	水滴互助	北京	A轮	1.6亿rmb	IDG、腾讯等。		
76		9月18日	金证财富	江苏	战略投资	8400万rmb		8.00%	市公司金证股份（600446）子公司
77		9月20日	中金公司	北京	战略投资	28.6亿港币		4.95%	HK.03908
78	电子商务								
79		1月5日	寄瑞小黑裙	北京	战略投资	数千万rmb			
80		1月20日	每日优鲜	北京	C轮	1亿美元	腾讯、华创资本等。	合计20%	
81		3月21日	flipkart	印度	F轮-上市前	14亿美元	腾讯、ebay。		
82		4月18日	转转	北京	A轮	2亿美元		20.00%	58旗下二手交易平台
83		6月1日	拼好货	浙江	C轮	数千万美元	红杉、腾讯。		
84		7月2日	扫货特卖	上海	pre-A轮	2000万rmb	真格基金、腾讯等。	合计20%	
85		9月1日	香橙互动	北京	A+轮	数百万rmb		合计5%	为餐厅服务的互联网公司
86		10月19日	美团点评	北京	F轮-上市前	40亿美元	红杉、腾讯等。	15.00%	
87		12月8日	超级物种	福建	战略投资	未透露		15.00%	
88		12月18日	唯品会	广东	上市后	8.63亿美元	腾讯、京东。	7.00%	NYSE:VIPS
89	社交网络								
90		1月1日	漫漫漫画	北京	pre-A轮	数千万rmb	腾讯、复星等。		
91		4月1日	派派	北京	B轮	900万rmb		4.50%	熟人社交
92		6月6日	棒棒糖	上海	A轮	数千万rmb			
93		11月6日	Snapchat	美国	上市后	数亿美元	追投	12.00%	阅后即焚
94	游戏								
95		1月12日	大圣娱乐	海南	天使轮	1000万rmb	腾讯、任玩传媒。	合计20%	
96		2月12日	艺画开天	湖北	种子轮	300万rmb		10.00%	2018年2月跟投再融资
97		4月21日	西山居	广东	战略投资	1.43亿美元		9.90%	
98		5月12日	pocket gems	美国	C轮	9000万美元	2015年6000万获20%	20%+18%=38%	《Episode》《War Dragons》
99		6月15日	全能信息	广东	A轮	数千万rmb			
100		6月21日	掌趣科技	北京	上市后	4.9亿rmb		2.00%	sz.300315
101		7月28日	Developments	英国	战略投资	1770万英镑		9.00%	《精英：危机四伏》开发商
102		8月3日	Millky tea	英国	战略投资	未透露			《超级战士球》开发商
103		9月28日	Bluehole	韩国	战略投资	6117万美元		5.00%	《大逃杀》吃鸡游戏开发商
104	文化娱乐								
105		1月4日	ookbee	泰国	C轮	1900万美元			泰国电子书平台
106		1月12日	知乎	北京	D轮	1亿美元	腾讯、搜狗等	9.66%	
107		1月18日	绘梦动画	上海	B轮	1亿rmb	腾讯、梧桐树资本。	18.00%	
108		1月19日	互娱	广东	A轮	数千万rmb			
109		1月22日	悟漫画	吉林	天使轮	数百万rmb		20.00%	
110		1月25日	阅文集团	上海	B轮	1亿美元	华信资本、腾讯等	52.66%	30亿人民币，单投入约50亿人民币
111		2月20日	美豆爱厨房	江苏	天使轮	数百万rmb	腾讯、papi酱。	20.00%	
112		3月8日	超神影业	广东	A轮	3000万rmb	腾讯、普华资本。	15.00%	
113		3月17日	新榜	上海	B轮	1.8亿rmb	腾讯、达晨等。		
114		3月23日	快手	北京	D轮	3.5亿美元	DCM、腾讯等。	合计8.75%	2018年1月25日E轮，红杉、腾讯
115		4月26日	糖人动漫	辽宁	A轮	数千万rmb	腾讯、乐游资本。	11.00%	11月20日腾讯追加700万投资
116		4月30日	稻来传媒	北京	天使轮	1000万rmb		20.00%	
117		5月9日	smule	美国	F轮-上市前	5400万美元	腾讯、Bessemer等。	合计8.94%	美国手机社交和音乐开发平台
118		5月26日	毒舌电影	广东	A+轮	数千万rmb			
119		6月5日	丛潇动漫	北京	天使轮	500万rmb		25.00%	原创漫画《诡平乱志》
120		6月6日	storybook	广东	A轮	数千万rmb	腾讯、华人文化	6.25%	深夜情感故事微信公众号平台
121		6月27日	衣川文化	北京	A+轮	数千万rmb			
122		6月29日	whatyouneed	广东	天使轮	600万rmb	腾讯、华人文化。		
123		7月26日	铸梦动画	河北	pre-A轮	数千万rmb	腾讯、厚德前海基金		漫画
124		8月29日	芝士视频	北京	种子轮	100万rmb		10.00%	
125		9月1日	使徒子	北京	A轮	数千万rmb		10.00%	漫画
126		9月5日	华体文化	浙江	pre-A轮	2000万rmb			美少女天团FFC
127		9月25日	得到	北京	C轮	9.6亿rmb	红杉、腾讯等	合计15%	罗辑思维、得到，知识付费。
128		10月10日	迷说	广东	战略投资	240万rmb		8.00%	对话体小说
129		10月16日	微赛体育	北京	B轮	3000万rmb			
130		10月18日	wattpad	加拿大	D轮	4000万美元		10.05%	加拿大的起点读书
131		10月25日	耀客传媒	上海	战略投资	数亿rmb	腾讯、云峰等	8.89%	出品过《离婚律师》等多部影视
132		11月10日	猫眼电影	北京	战略投资	10亿rmb		6.56%+5%	10亿追加5%持股
133		11月19日	美的专业主义	上海	天使轮	数千万rmb	腾讯、华人文化等	2.86%	
134		11月22日	十字星	浙江	pre-A轮	数百万rmb		15.00%	

2017年之前的重要投资 2017年投资明细 2018年投资明细

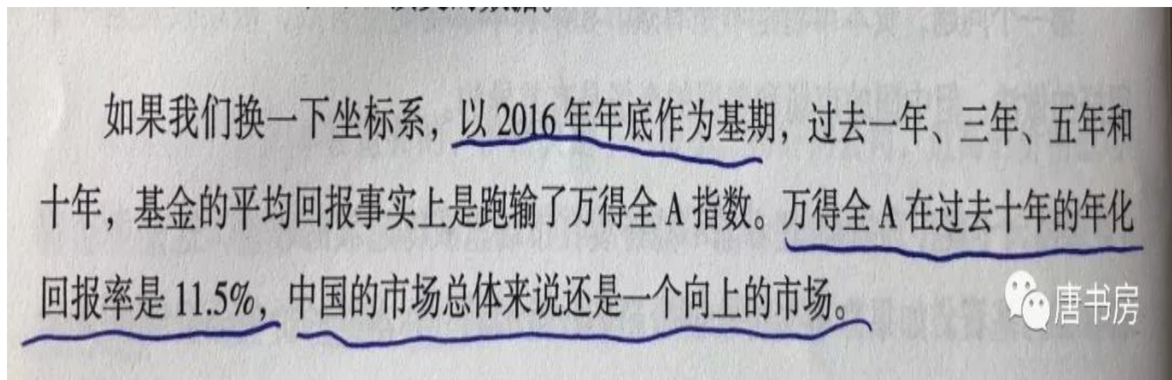
唐书房

会不会有一天，人们突然发现，中国最像伯克希尔的公司居然是腾讯，而且这个投资团队更年轻、更聚焦、更有协同效应？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

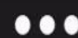
只有自己真下了笨功夫，你才能坦然面对那些“ 还要暴跌、趋势不好、估值太高、树不会涨到天上去……” 的杂音，坚持按照自己的判断前行。就这么简单。

说投资简单，有数据为证。下面截图来自《投资中不简单的事》，是高毅资产首席投资官邓晓峰2017 年6 月在华泰证券2017 中期策略会上的演讲

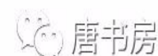

如果我们换一下坐标系，以2016年年底作为基期，过去一年、三年、五年和十年，基金的平均回报事实上是跑输了万得全A指数。万得全A在过去十年的年化回报率是11.5%，中国的市场总体来说还是一个向上的市场。

所谓万得全A 指数，简单理解就是一个代表深沪两地所有股票的指数，（新股上市，会对应调整基数的，不影响年化收益的准确性），2007~2016 年化回报11.5% ，这就是真正的市场平均水平，不用动任何脑筋，只是将所有股票都来一份的结果。这数据和老唐前年某篇书房文章里谈到的数据，基本吻合：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

返回 关闭 唐书房 

点。有研究表明，1995－2014年的20年跨度里，天朝全部企业的净资产收益率（ROE）保持着年均近10%的水平，而同期上市公司的净资产收益率则实现了年均大于12%的水平（别小看2%的收益率差距，20年时间里，12%收益率资产赚到的利润是10%资产所获利润的150%+）。这意味着，如果买下全部上市公司，将能够获得超越全社会企业平均收益水平的经营收益。

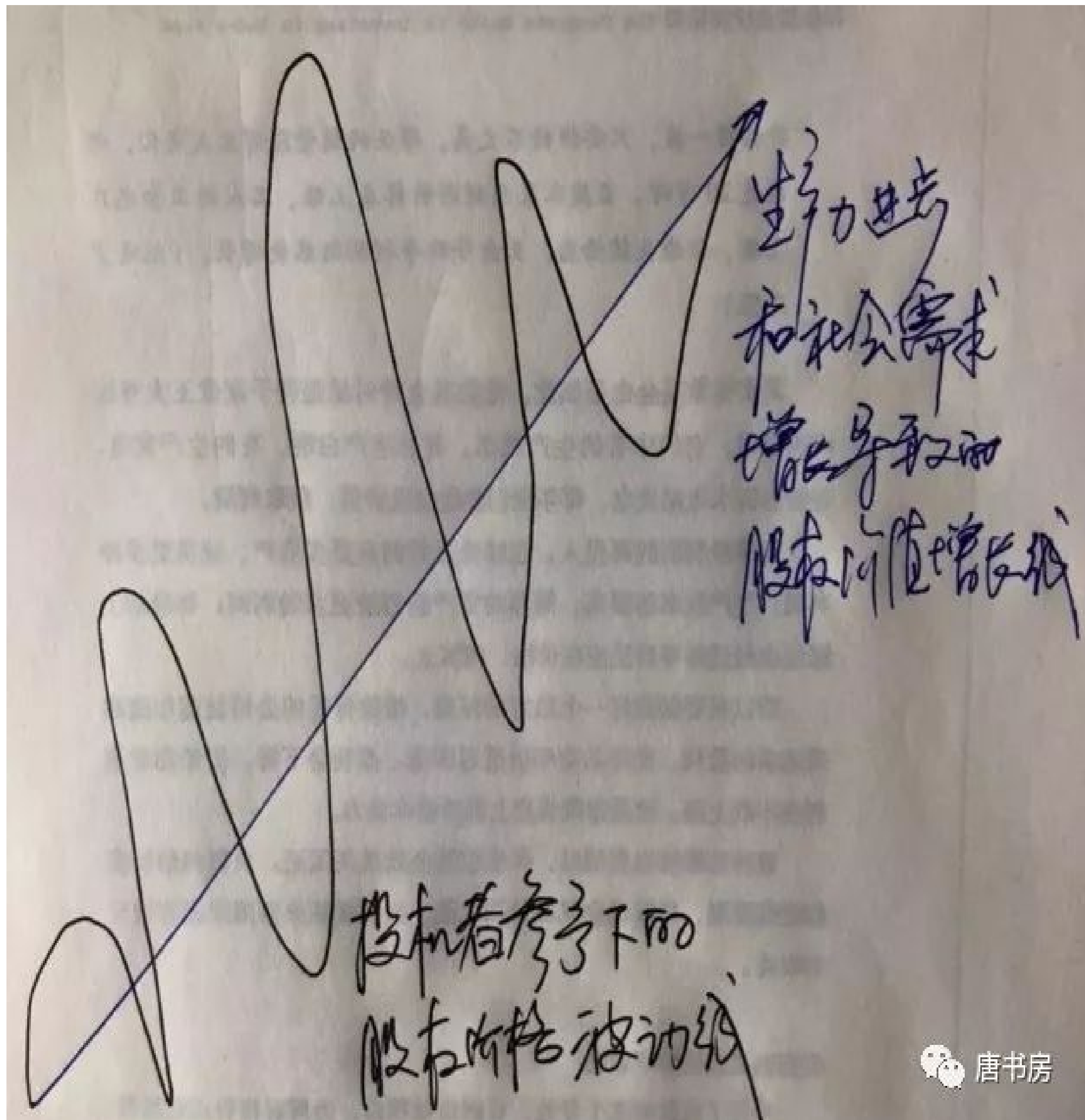


获得“ 所有股票来一份” 的投资结果，所需资金并不大。人民大学齐东平教授在其著作《大数投资》里分享过研究结果：只要样本数量分散

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

到30 个，就基本可以获得投资全体上市公司的结果了。样本可以采用分行业抽取，也可以采用分指标抽取，甚至可以采用随机抽取（所有代码换成乒乓球乱摸）、等距抽取（隔固定N 个代码拿一个）等方式。

这就是投资的简单所在，其背后的实质原因是生产力发展、人口及需求的增长所带来的财富增长，也就是年前这张手绘图里的蓝色线条。



然而，投资又很难，绝大部分人实际是无法取得十年年化11.5% 收益水平的。记得看过一个数据，说2009 年底成立的公募基金有五百多只，到2016 年底年化收益率超过10% 的只有十几只。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

再比如，昨晚，大洋彼岸那位神一样的老头，一边嘚瑟53 年给股东创造年化20.8% 的神奇战绩（1 万变2.2 亿），一边码了很长篇幅，瞄准十年前与他打赌的5 位基金经理，响亮开抽，耳光啪啪的

10 年前叫阵的5 位基金精英，从2008 年到现在的年化收益，最低0.3% 、最高6.5% ，均大幅跑输SP500 指数8.5% 年化收益。这业绩，没别的选择，只能低着头承受老头的挖苦：“Performance comes ，performance goes ，Fees never falter 赚过，又赔了，只有收费永不客气 ” 。

那么，究竟是什么困难，导致聪明人殚精竭虑却连最简单最弱智的办法也跑不赢呢？老唐个人看法，难点主要有三：一想时刻有赚；二想赚到最多；三想证明强大。

时刻有赚，主要体现就是期望自己抄到最底，找到市场先生癫狂的极限值，一旦买入，股价再也不要跌过自己的买入成本。这种不切实际的期望，以及偶然猜中带来的所谓厚利，直接后果就是财富经常配置为低盈利能力资产（现金或类现金资产），表面上看名义值似乎没有受损，长远看注定跑输股权收益。

赚到最多，常见形式有① 想抄最低，结果变成踏空或追涨（和上一条重合），② 想英明逃顶，结果变成踏空或追涨，③ 不愿意接受“ 回撤” ，想躲开长期上涨中的短期调整；④ 受不了其他代码上涨的诱惑，在不同的代码间跳来跳去，不仅多交了佣金税费，还经常掉坑里，或者低抛高吸被来回收割；⑤ 想吃尽短期涨幅，自我麻痹于日内T ，结果由于习惯性关注短期波动而过早离开。

证明强大，主要体现形式有：① 喜欢找黑马，总觉得投资人人皆知的公司很没劲，最好挖掘一个别人没听说过的代码，才算本事；② 最好每一个涨幅靠前的明星公司，自己都有买过，没放过任何市场热点；③ 不愿意认错。在一支股票上亏了钱，就要盯住它，从它身上赚回来，否则就觉着被它打败了。

瞅瞅自己，有没有上述表现？干掉他们，投资就会变的很简单 。2018 年，老唐希望我们一起简简单单投资，安安静静赚钱 ！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20180315 Roe 指标的正确使用方法

巴菲特曾经说过，如果只能挑一个指标来选股，他会选择净资产收益率（Roe ）。净资产收益率= 净利润/ 净资产，通常用归属母公司股东所有净利润和归属母公司股东所有净资产口径。

长期关注唐书房的朋友也知道，老唐同意巴神这个观点，始终选择投资高Roe 公司。假如忽略互摸腰包，将所有股东看成一个整体，这个“ 人” 能否赚钱，只能取决于企业能否持续地经营获利。无论是否参与互摸腰包，或者互摸腰包的战果如何，选择站在高Roe 企业里，类似在享受补贴的情况下去玩互摸腰包游戏，总比付费互摸结果会好一点点。

但同时老唐也多次表达过，除了金融企业以外的其他企业，账面净资产并没有什么关注价值。并由此对一些拿pb 过高来批判诸如茅台、腾讯、海康等企业投资价值的言论，嗤之以鼻。

备注：金融企业除外，是因为金融企业大量持有的主要是金融资产，日常按照监管要求采用盯市制度，即每天都将所持有的金融资产按照市场公允价值计算入账，因此，其账面净资产值是有参考价值的。

那么，既然老唐认为账面净资产关注意义不大，那为何又特别看重以此作为分母的净资产收益率指标呢，这岂非自相矛盾？

注意，这里涉及到一个对Roe 指标的正确运用方法。老唐本文的阐述，或许是全网原创首发，至少我没有看到过任何人有过类似关于Roe 指标运用的表述。当然，也有可能是我接触面太窄的原因。

让我先从名气和影响力远超Jack. 马和Pony. 马的Karl. 马说起。德国经济学家Karl. 马，生于清嘉庆二十三年，卒于清光绪九年，享年65 岁。一生最大的成就是写出了《资本论：政治经济学批判》一套四卷，该书首发于大清同治六年。

Karl. 马继承并发扬了前辈经济学家大卫. 李嘉图在清嘉庆二十二年发表的《经济学及赋税之原理》所阐述的劳动价值论，提出了“ 价值是凝结在商品中的无差别人类劳动” 的观点，并在此基础上建立了剩余价值论，认为资本主要靠剥削劳动者所创造的剩余价值获利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

把工作日延长，使之超出工人只生产自己劳动力价值的等价物的那个点，并由资本占有这部分剩余劳动，这就是绝对剩余价值的生产。绝对剩余价值的生产构成资本主义体系的一般基础，并且是相对剩余价值生产的起点。就相对剩余价值的生产来说，工作日一开始就分成必要劳动和剩余劳动这两个部分。为了延长剩

唐书房

后来… 麻蛋，再说下去书房要关门。我跳，我跳，我跳跳跳，跳过此节。

另一位伟大的经济学家欧文. 费雪（1867-1947 ），在1930 年出版了巨著《利息理论》，石破天惊地提出了“ 凡是可能产生未来收入的资源都是资产。资本就是资产的现值。” 该理论的提出，解决了企业亏钱是否意味着员工反过来剥削了老板的经济学难题；解决了同样劳动量的洗碗工作，在纽约和铁岭报酬落差巨大的经济学难题；解决了生产一瓶茅台和一瓶王子劳动量相差无几，售价却有云泥之别的经济学难题；解决了一瓶茅台放几年，增值部分从哪里来的经济学难题……

从此，（部分）世人明白了资本和劳动不是两个阶级的对立关系，只是不同形态资本之间的合作（甚至可以用更进一步的相依为命来形容，打倒其中一个，另一个只会更差而非更好）。金钱可以是资本，劳动力可以是资本，创意可以是资本，容颜可以是资本，巨乳童颜大长腿同样可以是资本…… 它们都是可能带来未来收入的资源。

既然是合作，一定是意图和你合作的人越多，你的资源价值越高。反之，和你提供同类资本的竞争对手越多，你的资源价值就越低，无论这资源是金钱、劳动力、创意或者巨乳童颜—— 意图「剥削」你的公司越多，你越有可能获得更好的待遇，而不是相反。同样，导致你待遇降低的人不是雇你的老板，而是资历能力背景和你差不多，却比你萌一丢丢的另一位阶级同志。

当我们明白所有能产生未来收入的资源都是资本时，我们就应该明白，当我们看见一家公司财务报表里用很少的净资产就创造了很高的利润（即Roe 很高），它的含义并不是这家公司的资产有什么神奇之处，而是代表它家一定有些什么能带来收入的东西，没有被记录在财务报表上。

又或者，反过来，当我们看见一家公司净资产收益率很低时，也并不意味着这家公司资产不争气，而是代表这家公司部分资产的价值，远远低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

于账本记录的账面值。

举个极端的例子，在北京长安街上设一根收费的杆儿，与在撒哈拉大沙漠设一根收费的杆儿，如果比建设成本或者比「凝结在商品中的无差别人类劳动」，后者可能更多。然而，前者会具有巨高无比的Roe ，后者却有着近于零的Roe ，原因为何？

很明显，是前者账本上没有记录「收费权利」这项价值非常巨大的资产；而后者的账本上忘记记录「愚蠢决策」这笔费用，该投资在完成时，价值已经归零。它带不来收入，只是零资产状态下的正常结果。

因此，净资产收益率这个指标，要倒过来看（查理. 芒格旁白：倒过来看，总是倒过来看），是看到高净资产收益率，去想这家公司有些什么资产没有记录在账面上？看到低净资产收益率，去想这家公司的什么资产已经损毁了，却没有从账面上去掉？

在《手把手教你读财报》65 页，老唐写到：

当企业甲和企业乙拿着同样的资产，收入和利润却有云泥之别时，我们难免会问：这部分收入是从哪里来的？于是会计学就创造了一个新名词：商誉。

若一家企业的获利能力超过可辨认净资产的正常获利能力，超出的部分，一定是另外一种资产带来的，这个资产就被叫作“ 商誉” 。

商誉是个奇妙且容易被忽略的东西。自创商誉不允许记录在报表上。因而，没有进行过收购的企业，商誉栏目就是0 。记录为0 ，并不意味着没有商誉。它实实在在是企业获得盈利的重要资源，只是会计假装看不见而已。

巴菲特这么评价商誉：“ 直接和间接的企业分析经验，使我现在特别倾向于那些拥有金额很大的、可持续的经济商誉，却对有形资产需求很少的企业…… 在通货膨胀时期，经济商誉是一份不断创造丰厚回报的大礼。” 股神这是直白地告诉你选股标准，投资者千万别忽略了这句话。

简单粗暴的解释，高Roe 指标是指引巴菲特寻找“ 商誉” 的入口。他为什么要去寻找商誉呢？

资本永不眠，资本日夜都在追逐超越市场平均回报率的投资项目。一种获取高额利润的手段，如果只是投入金钱就可以复制，那么它一定会被复制。结果就是对手产生、竞争加剧、利润率降低、Roe 缩水。

关于这个问题，还是karl. 马在《资本论》里引用的名言来表述，更惊心动魄一些：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资本逃避动乱和纷争，它的本性是胆怯的。这是真的，但还不是全部真理。资本害怕没有利润或利润太少，就像自然界害怕真空一样。

一旦有适当的利润，资本就胆大起来。如果有10% 的利润，它就保证到处被使用；有20% 的利润，它就活跃起来；有50% 的利润，它就铤而走险；为了100% 的利润，它就敢践踏一切人间法律；有300% 的利润，它就敢犯任何罪行，甚至冒绞首的危险。—— 《资本论》第一卷第24 章第7 节。

所以，归结为一句话，凡是靠金钱可以买到的资源，其获利能力的可持续性是存疑的。所以我们才要找那些不是靠钱可以买来、却能给公司带来收入的独特资源，也就是巴菲特说的经济商誉—— 注意，和财报里的资产科目“ 商誉” 并不等同。财报上的商誉是溢价收购行为的差价，里面可能是经济商誉的全部或部分，也可能只是愚蠢的全部或部分。

高的Roe ，一定代表着某种资产没有被记录在资产负债表里，这就是净资产收益率指标所告诉我们的。而常见的、不在资产负债表里，用金钱也很难买到的资产类型，老唐在书房里写过，直接截图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

①有法律或管制不让其他人提供同样的商品或服务；

②有专利、技术或工艺使别人无法提供同样的商品或服务；

③有品牌对用户心智的提前占领，导致用户优先信任本公司产品或服务，哪怕竞争对手的产品事实上是一样的；

④由于先发优势，用户转用其他公司的产品或服务，很麻烦或代价很高；

⑤同样的产品或服务，本公司有能力做到更低成本；

⑥本公司的产品或服务，每增加一个使用者，都会给新老客户同时增加更大价值，导致用户不愿离去；

⑦本公司占领了一个狭小的市场，该市场可以使现有参与者小日子美美的，但如果增加一个竞争者，所有新老参与者通通没饭吃，由此，潜在参与者没动力来抢食。

唐书房

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特说如果只让他选一个指标，他会选择roe 。因为roe 指标可以指引他快速找到那些可能具有某种经济商誉的企业。那是不是找到以后，就可以直接投资了呢？

非也非也，这只是第一道关口，距离做出投资决策，还有很远的距离要走。投资者接下来要思考：① 那些没有被记录在资产负债表上，却能给企业带来收入的资产是什么？② 这种资产未来会消亡、会增长还是会维持不变呢？③ 它的存在或者增长，是否需要投入资金去维护。与新增产出相比，投入资金是否具有较高性价比？

这就是老唐心目中认为的Roe 指标的正确使用姿势。

不过，使用Roe 作为筛选企业的第一关，是在学霸里寻找未来的学霸。它注定有个死结：会错过逆袭为学霸的原学渣。而逆袭才恰恰是公众最津津乐道的传奇。

这些“ 学渣” ，可能处于某新领域，前景远大，只是出于某种战略考虑，主动放弃利润，依赖其他来源的资金维持企业的生存和扩张，比较典型的如巴菲特所放过的亚马逊。对此，我暂时也没想出什么好方法，只能被动接受，当它是自己为确定性付出的代价了。

Roe 指标的正确应用（续）

上一篇《Roe 指标的正确应用》一文里，老唐分享了一个原创观点：Roe 只是个路标，是个指示牌，它的作用是指引我们去发现某种没有被记录在资产负债表、却能给公司带来收入的「经济商誉」资产。因此以账面净资产值为基础的pb 估值法，价值不大。

文章说，Roe 指标要倒过来看，看到高净资产收益率，要去思考这家公司有些什么资产没有记录在账面上？看到低净资产收益率，要去思考这家公司的什么资产已经损毁了，却没有从账面上去掉？

倒过来的意思，是首先要从逻辑上假设，由于资本无时无刻的逐利行为，当下所有资产的回报率实际是一致的（否则会导致套利行为发生，直至达到一致或差异小于套利成本），全都是常数N——N 可以取值无风险回报率。

让我们列个小学数学方程式阐述它，那就是：

（净资产A+ 经济商誉G ）×N ＝净利润＝净资产A×Roe 。

这个方程里，未知数只有一个G 。

这个小学方程式推下来，会得到一个关于未知数G 的等式：G=（Roe/N-1 ）×A

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

它表明经济商誉G 和Roe 之间的一个对应关系：Roe 越大，G 值越大；Roe 越小，G 值越小；当Roe ＜无风险回报率时，G 值为负。

于是，如果无风险回报率为6% ，一家净资产收益率为30% 的企业甲，它的经济商誉= （30%/6%-1 ）A=4A ；一家净资产收益率为3% 的企业乙，它的经济商誉为-0.5A ；而一家净资产收益率为-6% 的企业丙，它的经济商誉为-2A 。

由此，我们会发现以pb 高低来衡量企业价值，是一件荒谬的事情。同样账本上记录的都是100 元净资产，但甲的100 元，一年能赚30 ，而乙的100 元一年能赚3 元。甲的100 元净资产加上400 元经济商誉，如果等价于乙的100 元净资产加-50 元商誉，那才真正是没天理呢！

事实上，如果我们能够理解pb 选股的祖师爷本杰明. 格雷厄姆所生存的时代背景，也就能够理解这种方法的局限了。格雷厄姆投资思想成型于美国大萧条期间，股市在三年时间里从峰值381 点跌至42 点，跌幅近90% 。GDP 下降超过50% ，失业率超过25% ，大量企业和农场倒闭，最严重的州，有五分之四的人失业……

那是一个朝不保夕的时代，人们的目标是活着，每天都有几百万人口靠施粥棚的粥生存，所有的“ 消费者” 都在尽最大可能寻求最便宜的商品，几乎没有人愿意为商品或者服务支付溢价，没有人敢于乐观的展望未来。由于消费者只寻求最低成本的商品和服务，不愿支付任何溢价，企业哪里还有“ 经济商誉” 这种东西呢？G=0 。

G=0 ，按照G= （Roe/N-1 ）A 的公式，意味着净资产收益率Roe= 无风险常数N 。既然是盈利能力相同的资产，你不给个折扣，我为什么要和你交换？这种不看发展的存量交换，自然是你多了就是我少了，我多了就是你少了，此时讨价还价（买得好）就是第一位的。这就是我认为的格雷厄姆选择一篮子市值低于净营运资本2/3 的股票投资思想的源头。

坚持选择一篮子市值低于净营运资本的2/3 的企业，只要其中有部分熬过大萧条，市值恢复到重置成本，其他企业就是破产清算，固定资产全部归零，净营运资本的2/3 位置买入，也能基本保证不会亏钱。总体下来，投资组合依然能够获利。

事实上，这种思想到今天依然有用，不过常常被使用者用偏。祖师爷是用低pb 筛选建立一篮子股票组合（格老推荐多行业低pb 股票组合，个股20~30 只），从回归重置成本的概率上获胜。今天很多刻舟求剑的模仿者，找到一只或两只低pb 的股票买入，然后抱怨它“ 这么低pb ，为什么就不涨呢？隔壁那么高pb 的，股价一个劲儿的上涨，市场太无效了……”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市场并不总是无效，也并不总是有效。无效的时候，让我们发现价值，有效的时候，让我们兑现价值。还有比这更美妙的事儿吗？

但是，老唐要表述的意思是，低pb 股票不涨，确实可能是市场无效，但也很可能只是自己因为自己持有的净资产盈利能力太低，其中包含了负的经济商誉。在没有对企业进行深度了解之前，用一句「市场无效」解释给自己，很可能是帮着市场一起坑自己的钱财。

然而，即便针对包含经济商誉在内的盈利能力去估值，同样有新问题。比如中国平安刚刚发布的2017 年度财报，归属股东所有的净利润超过890 亿，同比增长约43% ，增长数据完美。即便刨过其中平安好医生Pro-IPO 轮4 亿美元融资带来的约108 亿重组交易利润（见《手把手教你读财报》91 页阐述），当年净利润也超过780 亿。

890 亿人民币净利润的中国平安，市值约1.7 万亿港币，对应约15 倍市盈率。而另一家知名公司腾讯控股，2017 年净利润估计比它低约1/4（腾讯今晚发布财报，估计净利润约在680±20 亿范围），市值4.5 万亿，对应超过50 倍市盈率。

市盈率是非常直观的估值指标，它表达的意思是该公司每赚1 元的资产，你愿意以多少钱收购。15 倍市盈率代表着能赚1 元钱利润的资产，市场的出价是15 元。而50 倍市盈率的含义，则是公司赚1 元钱净利润的资产，市价可以卖到50 元—— 这里说的资产，都已包含了经济商誉。

两家公司都是行业巨无霸，公司总部都在深圳，都是知名度非常高的企业，在同一家交易所上市，甚至两家公司的掌舵人都姓马，市场却给了两家公司天差地别的估值水平，假如我们不用一句简单的「市场错了」来打发自己，还能用什么原因去解释针对同样的1 元盈利，市场给出的15 和50 的巨大估值差异呢？

讨论这个问题之前，先申明，腾讯是老唐的第二大重仓股，同时老唐不持有任何保险股票，但老唐绝对没有贬低中国平安乃至保险行业其他股票的意思，也没有鼓吹腾讯控股的意图。

老唐多次申明过自己不懂保险。平安是一家公认的优秀企业，我今天也在阅读和学习中国平安的财报（310 页的陌生企业财报，可要看些日子呢），但有许多概念我还没有掌握，所以，我对保险的任何言论都是外行言论，没有参考价值，仅仅是从旁观者的角度，试图从这两只知名企业的估值差异，聊聊之前分享过的市盈率估值的前提条件问题。

老唐之前的文章里写过，市盈率估值法是一个简单明快的手段，是未来现金流折现法的极端简化版本，但它的使用有三个重要前提：净利润是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

否为真？是否能持续？持续是否依赖增量资本投入？只有在这三个问题的答案分别为“ 是是否” 的时候，市盈率简化估值大法才能放心使用，否则就可能掉进坑里而不自知。

平安和腾讯的市盈率差异，就集中在三大重要前提的第一项“ 净利润是否为真” 上。一般我们说确认利润是否为真，通常有两种含义，一是报表造假，二是净利润含金量低。造假的含义都知道，而利润含金量低，是说公司赚取的利润，主要体现为不够可靠的应收账款（欠条）、或者主要靠关联交易作出来的、或者是依赖于估值重估。

平安不同，平安不属于上述两种情况的任何一种，说它是否为真，老唐不是想说平安造假或净利润含金量低，而是说“ 中国平安的利润很难确认为真。”

什么意思呢？简单的说，平安由于其企业属性，账上从来不会缺“ 钱” ，所以无法用现金流紧张不紧张来判断企业是否获得了真金白银的利润。但是，这些源源不断来到账上的“ 钱” ，有多少属于股东，是需要依赖于公司一系列假设前提“ 计算” 的。

主要的假设有“ 折现率、未来投资收益率、死亡率、发病率、退保率、保单红利及费用等” ，这里，任何一个数据的取值有变化，公司年度净利润及归属股东的净资产都会发生巨大的变化—— 或者正向，或者负向。

然而，关于折现率、投资收益率以及死亡率或发病率等数据，有没有一个标准数据来衡量公司取值是否准确严谨呢？没有。全球都没有，而且，只要公司不停业清算，永远都不会有标准值出来。所有的投资人都在基于一个永远不知道正确或错误的假设买卖。

在不知道利润是否为真的情况下，投资者要么选择远离，要么选择对净利润大打折扣去保守考虑。这就是我认为的理性投资人的态度，也是保险企业相对估值偏低的原因。

当然，“ 炒” 股的不需要考虑这些。在炒者眼中，股票不过是一个买来以后准备卖给别人的代码而已，关键问题只有一个：“ 买了以后会不会有傻子出高价从我手中接走” ，比如今天早上睡醒就看见后台收到一条凌晨5 点发来的气急败坏的信息：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



真科幻啊　05:00

去死吧你的破洋河！



咋滴了，老唐的洋河挺好的啊！打开软件看看年初至今涨幅，洋河可谓稳如泰山，今年也就跌了不到半个点，这位怎么就如此气急败坏地扑向老唐了呢？

好奇，点开这位“ 真科幻啊” ，上一条发来的信息是



真科幻啊　星期六 06:14

洋河今年都出不来了......得两个涨停板吧，唉，痛快，想死



也是凌晨发来的。以上周末113 元的收盘价推测，需要两个涨停板才解套，买价在135 元以上，距离洋河历史高点139.02 不远，是一个意图等待下一个傻子，结果被上一个傻子当做傻子的傻子。

再看这位在书房里的全部脚印，没参与过任何文章下的讨论，只有给唐书房后台发送信息的记录。

真科幻啊　加入黑名单

备注

标签　无标签

互动　消息7　留言0　精选留言0　赞赏0　赞赏金额0.00元



不用查也知道，大致就是些“ 老师，301024 能不能买？” “ 老师，我的601024 买在X 元，能解套吗？” 之类的信息—— 拍脑袋下个论断，请朋友们参考：凡是问这些问题的，稍微拉长一点时间看，口袋里钱近于100% 确定会亏损。老唐不仅建议这类朋友取关唐书房，甚至建议珍爱生命、离开股市，安安心心打工，将存款作为唯一理财手段。

这位被拉出来示众后，今晚就会被拉黑。顺带再次告知书房里的新朋友：唐书房是老唐个人兴趣驱动的地盘，全部人员就老唐一人。老唐不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股评师，对于市场99% 以上的企业都没有研究，甚至可能有95% 的公司，我连全称叫什么都不知道。

老唐绝对没有能力随口告诉你某股票能不能买，该不该卖。甚至老唐深入研究过的企业，照样可能会错。如果你从唐书房里汲取到养分，那是你有慧眼。如果你依赖老唐的判断赔钱了，那是你抄作业水平太烂，请自扇耳光，不要抱怨他人。谢谢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二章　估值方法

20150402 企业的现金流肖像

2015-04-02 中国经济出版社

现金流量表是展示企业经营活动、投资活动和筹资活动现金流变化的。这三种活动能为企业带来现金的流入或流出。若以“+” 表示现金的流入，用“-” 表示现金的流出，那么企业的现金流状况就有了八种不同组合。老唐就利用这八种现金流组合，给对应的企业画一幅肖像，并从中挖掘企业是否具有投资价值，再继续探讨若要投资这类企业，投资者应该关心的重点是什么。

经营活动现金流净额为正的企业肖像

表 4-2 经营活动现金流净额为正时企业现金流状况组合

类型	经营活动现金流净额	投资活动现金流净额	筹资活动现金流净额
1	+	+	+
2	+	+	-
3	+	-	+
4	+	-	-

类型1 ：“+ + +” 型

类型1 代表的含义是经营活动现金为净流入，投资活动现金流为净流入，筹资活动现金为净流入。企业日进斗金，钞票滚滚而来。你喜欢这样的企业吗？喜欢！喜欢？等等，好像有什么地方不对劲儿，企业经营挣钱，又不向外投资，你干嘛要筹资？堆积一堆钞票数着玩？

事反必妖，老唐把这一类型的企业归类为妖精型 。这一类型要么是即将展开大规模的对内对外投资活动，正筹本钱；要么可能是起了鬼心思，借着上市公司躯壳搞钱，搞来后再将资金转给关联企业或关联人使用。如果是前者，那实际上只是类型3 的序曲，可参照下述类型3 的关注要点。如果你遍查资料，也没发现企业即将进行什么大规模的投资，呵呵，还是远离比较稳当。

类型2 ：“+ + -” 型

类型2 中，经营活动现金流入，投资活动现金流入，筹资活动现金流出。经营活动现金流入，说明企业经营活动正常、良性，有钱挣。投资活

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

动现金流入，就要分两种情况了，一种是以前投资的股利或利息收入，另一种是变卖家当。通常来说，是前者的可能性大。一家经营良好的企业，通常不会被迫秦琼卖马。筹资活动现金流出，说明企业要么在还债，要么是回报股东（分红或回购股票）。

总体来说，如果投资现金不是变卖家当所得，且经营现金流入和投资现金流入足以覆盖筹资现金流出，投资者可以初步认定这是一家健康发展的企业。企业通过经营以及之前的投资，现在处于收获期，能够有多余的现金来归还借款或回报股东。需要投资者注意的是，投资活动现金净流入，显示企业已经不再继续扩张了，成长已是过去式。企业近似一只稳定产生现金的债券，如同一只定时定量产蛋的老母鸡。只要售价不高（低市盈率）、产蛋率不错（高股息率），这种老母鸡型 企业，你值得拥有。

类型3 ：“+ － +” 型

类型3 中，经营活动现金流入，投资活动现金流出，筹资活动现金流入。很明显，这家企业把经营活动挣的钱，加上借债或出让股权筹来的钱，一起投入新项目中去了。企业扩张的急切之心昭然若揭，如同一只勇往直前的蛮牛。所投项目如果创造辉煌，企业可能高速增长。反之，如果投资项目失败或与期望值差距较大，投资者的失望情绪可能会严重打压公司市值。这类蛮牛型 企业，投资项目前景究竟如何，是投资者必须首先要考虑的因素。

除了考虑项目前景，避免因蛮牛撞山（项目失败）而受损之外，投资者还有另一件重要的事情需要思考：企业经营现金流入和筹资现金流入，是否能够持续支撑企业扩张至产生现金那天？

对于蛮牛型企业来说，对这一问题的判断，颇考投资人对商业及行业的理解力。如果企业的筹资方式主要是借债，一方面显示了企业对项目的信心，认为项目的回报率将远高于债务利息支出。用债务而不是出让股权筹资，是企业对现有股东负责的行为。另一方面，毕竟债是要还的，还涉及期限问题、新旧续借问题。投资人必须仔细考虑债务的期限和数量是否足以支撑项目？企业会否遇到资金链断裂，致使蛮牛变死牛，功败垂成？反过来说，如果企业筹资方式主要是出让股权，那么情况可能刚好相反。股权倒是不用考虑归还，但管理层对投资项目的收益率是否真有足够的信心？是否是因为借不到债，才被迫低价出让股权？这些都需要投资者认真思考。

“ 如果有机会重来的话，两件事不能干：一是别做大，二是别借钱。”2014 年9 月25 日，曾经的中国500 强企业、四川最大的民营钢企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

—— 川威集团资金链断裂后，其掌门人王劲如此感叹。摊子铺得太大，将希望寄托于借钱之上，一旦遭遇宏观资金面的变动，企业就会遭遇灭顶之灾。

类型4 ：“+ - -” 型

类型4 中，经营活动现金流入，投资活动现金流出，筹资活动现金流出。经营现金流入表明企业经营正常；投资现金流出表明企业正在扩张；筹资现金流出表明企业还债或回报股东。也就是说，企业靠着经营现金流入，实施投资并同时清偿债务或回报股东。这种企业怎么样，不错吧？当然不错，如果可以持续的话。

“ 可以持续” 的意思，是说经营现金流入要大于投资现金流出和筹资现金流出的总和。这样的企业，靠着挣来的钱不断扩张，同时还能减债或分红，是典型的奶牛型 企业。不但吃下去的是草，挤出来的是奶，而且奶牛还在继续长大，产奶能力有望进一步提升。

与之相对的“ 不可持续” ，是说虽然经营现金是流入，但流入的数量小于投资和筹资的现金流出量，那就有随时变身“+ - +” 蛮牛型的可能。

所以，对于“+ - -” 奶牛型企业，关键是看经营活动现金流入量，减去投资活动现金流出，再减去不包括分红在内的筹资活动现金流出，差值是正是负。如果为正，恭喜你，可能发现一头优质成长奶牛。如果为负，企业随时可能变身“+-+” 的蛮牛型企业，投资者可以参照蛮牛型企业关注事项。

当然，无论是奶牛还是蛮牛，投资者都别忘了分析企业所投项目的前景。要是投出去的钱打了水漂，什么牛都会被拖垮。

请各位看看2013 年贵州茅台财报，判断它2013 年属于什么类型？“+ - -” 型！再看流量表最后一列“ 上期金额” ，判断2012 年它属于什么类型？还是“+ - -” 型！这是绝对的纯种优质成长奶牛！

经营活动现金流净额为负的企业肖像

上面我们分析了经营活动现金流净额为正的四种类型企业，它们分别是妖精型、老母鸡型、蛮牛型、奶牛型。接下来，保持这四种类型的投资和筹资活动现金流状态不变，将经营活动现金流净额修改为负值，就产生以下四种类型的企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表 4-3 经营活动现金流净额为负时企业现金流状况组合

类型	经营活动现金流净额	投资活动现金流净额	筹资活动现金流净额
5	-	+	+
6	-	+	-
7	-	-	+
8	-	-	-

经营现金流为负，意味着主业经营不产生现金流入。现实中，这种企业可能是初创企业，也可能是衰退期企业。很不幸，A 股市场目前尚不允许未盈利的初创企业上市。于是，老唐可以万分肯定地说，经营活动现金流为负的企业，都是处于衰退期的主儿（请注意，以下分析不适用于A 股以外的其他资本市场）。这四种组合，看着都挺吓人的。

类型8 ：“- - -” 型

类型8 中，企业的所有活动都造成现金流出，属于大出血型 企业。老唐立刻想起“ 七省文状元兼参谋将军，绰号‘ 对王之王’ 的对穿肠”，败在华安手中后大喷血的局面。显然，处于这个状态的企业，一定是不久于人世。企业必须迅速堵住出血点，或者寻找外部输血。所以，这种大出血型企业，实际上在市场上很少见。作为一位珍惜资本的投资者，若是看见了大出血型企业，一定要记得亲切地说一声：滚！

类型7 ：“- - +” 型

类型7 中，企业经营活动现金流出，投资活动现金流出，筹资活动现金流入。这是一个做生意收不到钱，靠筹资度日，还不忘继续下注，力求一朝翻本的企业形象。算什么型儿呢？赌徒型 吧！投资者若是关注此类企业，恐怕除了看投资项目的前景，更多地还要看这个赌徒的个人品性和赌运了。

类型6 ：“- + -” 型

类型6 中，企业经营活动现金流出，投资活动现金流入，筹资活动现金流出。通俗讲，这类企业是生意亏钱，债主逼债，好在投资活动还有钱收。这种类型的企业分析起来稍微复杂一点。

首先，要看企业的投资活动靠什么产生现金流入。如果是靠变卖家当，今天卖点可供出售金融资产，明天卖点长期股权投资，后天变卖厂房设备…… 那就基本是个混吃等死型 。如果是因为之前投资的公司经营活

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

动挣钱，有大把分红回来，实际上等于经营现金流为正，算是一只整过容的老母鸡。这种企业，最要紧的是把手头经营资产处理了。堵住失血通道后，对投资者来说，也不失为一种可以考虑的选择。

其次，即便是整容老母鸡型企业，也要看投资现金流是否足以支撑两个出血点的现金流失，要看现金流量表末的“ 现金及现金等价物净增加额” ，它必须得是正数。如果是负数，虽不至于算混吃等死型，但评价为“ 坐吃山空型” ，应该也不为过。

类型5 ：“-++” 型

类型5 中，企业经营活动现金流出，投资活动和筹资活动现金流入。这种情况比类型6 略好，企业起码还能从市场里筹到钱。其中关于投资现金流入的问题，和类型6 一模一样，要看投资活动是依赖什么创造现金流入。如果是靠变卖家当，却又比那混吃等死的多了条借钱的路，算是骗吃骗喝型 吧；如果是因为之前投资的公司经营活动挣钱，有大把分红回来，那实际上还是相当于经营现金流为正，结果就凑成了3 个“+” ，变妖精型企业了，注意要点参看类型1 。

这就是现金流量表展示给你的企业肖像。看一眼现金流量表三种活动的净额，你大体能够知道企业属于哪种类型，关注要点是什么，有没有投资价值。但是，老唐必须提醒投资者注意的是：认真的投资者不相信一见钟情，请勿仅看一份财报就下结论。上面说的各种类型，起码是要数年数据皆是如此，方可看出并认定企业秉性。一两年的偶然数据不具有代表性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

本节要点

	经现流净额	投现流净额	筹现流净额	企业类型	关注要点
1	+	+	+	妖精型	计划投资项目情况
2	+	+	-	老母鸡型	低 pe 高股息率
3	+	-	+	蛮牛型	项目前景、资金支持
4	+	-	-	奶牛型	可持续性
5	-	+	+	骗吃骗喝型	不建议投资
6	-	+	-	混吃等死型	不建议投资
7	-	-	+	赌徒型	项目前景与管理层品性
8	-	-	-	大出血型	拒绝参与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

聊聊估值

2016-09-04 唐朝 唐书房　聊聊估值（上）



估值，就是估算一下这家公司或者这个股票大概值多少钱的意思。投机需要估值，投资也需要估值。投机的估值，侧重于卖，考虑的问题是多少钱可以脱手；投资的估值，侧重于买，考虑的问题是多少钱买下来划算。

有些人的估值是数据和推理，有些人的估值是经验和感觉。当然，也有些人所谓的估值是跳进去以后的自我安慰，偶然自慰一下可以，自慰多了，铁定会招来镰刀凌迟大法，成功地被割掉韭菜根，黯然离去。

为了在市场里活着，无论是投机还是投资，无论是经验还是推理，都需要知道一些估值的方法，或者用来赚钱，或者用来壮胆。估值的书籍很多，方法也很多，但总体来说，只有两大类：相对估值和绝对估值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

所谓相对估值，简单的说，就是给目标公司（就是你要估值的对象）找一家可比公司做参照物，依照可比公司的市值与X 之比，得出一个系数，然后套用在目标公司上，得出一个目标公司值多少钱的结论。

这个X 有很多，常见的有市值/ 盈利之比，得出市盈率PE ；市值/ 净资产，得出市净率PB （大陆之外，习惯叫市账率，就是市值与账面净资产的比值）；市值/ 销售额，得出市销率PS ；市值与经营现金流净额之比，得出市现率PC ；市值与息税折旧摊销前利润（Ebit ，芒格说Ebit 是坨屎）之比，得出市屎率；市值与屁股之比，得出市屁率PP ，错了，没市屁率，这条负责搞笑……

总之，一句话，你可以选择可比公司市值与它的任何财务数据相比，得出一个可比公司的PX （劈叉），然后用这个劈叉乘以目标公司的该项财务数据，得出一个目标公司的“ 应该有的市值” ，然后与现有市值相比，来表达是否低估或者高估。

就这么简单？对，就这么简单！推到尽，相对估值法的理论依据是：市场既然给张三这个价钱，一定有他的道理；李四跟张三长得很像，也应该值这么多钱。

因此，相对估值法起效的条件有三：

1 ）市场给张三这个价格，真的有它的道理，而不是一时癫痫发作；

2 ）李四跟张三真的长得很像，而不是你眼花了，误拿张飞做貂蝉的对象。也就是确认你的选的可比公司真的“ 可“ 比；

3 ）你的估值说辞，别人乐意信。乐意信嘛，原因很多，比如你的文章写的很出彩、你是很有影响力的分析师、刚好有人需要这个估值故事…… 等等。

以上三个条件满足，相对估值法就会起效，在A 股市场里，这种估值法很有市场的，最常见的就是所谓板块联动效应，即他家挖煤的，我家也挖煤的，他涨凭什么我不涨，这基本就算市屁率了，挺有用的，反正市场不缺人信。

炒股的话，关于估值的知识，知道上面这些劈叉PX ，足够了。如果万一天生胆小，或者象老唐一样后天被吓破胆了，不敢“ 炒” 股，那就稍微麻烦一点了，需要学习绝对估值法。

所谓绝对估值法，主要指的就是自由现金流折现法以及其变型形态：股利折现法。自由现金流折现法是唯一能在逻辑上说得通的估值方法，简单理解就是一家企业值多少钱，要看从现在到它消失的全部时间段里，我能从中拿回多少钱，这些未来可以拿到的钱折合现在的钱是多少，然后通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

过总数和我要付出的金钱对比，看划算不划算。详细情况嘛，等老唐想起来了，又扯 ……

聊聊估值（下）

2016-09-05 唐朝 唐书房

上回说到，单纯“ 炒” 股的话，知道相对估值的劈叉PX ，足够了。如果万一天生胆小，或者象老唐一样后天被吓破胆了，不敢炒股，那就稍微麻烦一点了，需要学习绝对估值法。

所谓绝对估值法，主要指的就是自由现金流折现法以及其变型形态：股利折现法。它是唯一能在逻辑上说得通的估值方法，简单理解就是一家企业值多少钱，要看从现在到它消失的全部时间段里，我能从中拿回多少钱，这些未来可以拿到的钱折合现在的钱是多少。举个简单的例子，假如有一个100% 确定3 年后还本的债券，年息为5% ，面值为100 元，如果你想获得10% 的回报率，这个债券多少钱你会买？这就是一个最简单的现金流折现估值法模型。怎么算呢？第一年末，你会得到5 元；第二年末，你又会得到5 元钱；第三年末，你会得到105 元；这个债券总共回收的现金是5+5+105=115 元，要价115 元，你会买吗？当然不会，除非脑壳进水。你拿今天的115 换未来三年陆续拿回来的115 ，这属于有病。

多少钱才值得买呢？首先因为是100% 确定3 年后还本，所以，我们不考虑风险问题。在你期望获得10% 的年回报的情况下，第一年末的5 元值多少钱呢？值5/ （1+10% ）≈4.55 元，这个计算的含义是，如果现在给我4.55 元，然后假如工商银行有一个10% 利率的存款，我存进去，一年后我就可以连本带息得到5 元，因而在10% 的收益率要求下，一年后的5 元等价于现在的4.55 元。

同样，第二年末的5 元，就等于5÷ （1+10% ）÷ （1+10% ）=4.13 元。原理是将第二年末的5 元，等于第一年末4.55 元，然后第一年末的4.55 又等于现在的4.13 元。

同理，第三年末的105 元，就等于105÷ （1+10% ）÷ （1+10% ）÷ （1+10% ）=78.89 元，含义同样，现在你给我78.89 元，我去存年收益10% 的存款，三年后同样能拿到105 元，因此在10% 的收益率假设下，三年后的105 元就等价于今天的78.89 元。综上所述，如果我想获得10% 的回报，这张债券我最高出价只能是4.55+4.13+78.89=87.57 元。

上面这个计算过程，就叫做现金流折现，而这个10% 就叫折现率。

它的逻辑非常清晰，这张债券全部生命周期里（三年），带给我的全部现金流是三年内的利息15 元，加上三年后还本100 元，合计115 元，按

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

照10% 的折现率计算，它的价值就是87.57 元。估值结束。

然而很遗憾，股市里可没有这么纯正的投资品股市的难题首先，公司股票没有到期还本之说；其次，公司经营利润可不一定和债券利息一样，全是白花花的现金，有些利润可能是会计做账作出来的，是欠条，水中花镜中月；再次，即便是含（现）金量十足的利润，但公司也不能像债券利息一样全部给你，它经常还要投钱进去更新设备或者扩产什么的，需要资本再投入；最后，公司每年赚多少钱可没人给你打保票。

这四个难题，就造成了股票无法象债券一样清晰的计算出来一个准确的价值，这才是“ 估值” 的“ 估” 字的含义。估值第一定律：精确到小数点后的所谓估值，都是逗你玩儿。怎么解决呢？首先，公司股票没有到期还本一说，我们的“ 本” 就得依赖下一位接盘侠出价才能拿回来。接盘侠在什么价格“ 一定” 会来，这是股市里首先要考虑的问题。只有这个确定了，我们的“ 本” 才能保住，避免了我们想别人的“ 息” ，别人谋走了我们的“ 本” ；

其次，公司的利润要区分是真赚钱（现金）了，还是只赚账上数字。如果只是账上数字，你还得估算它何时变成钱，能变成多少钱；

再次，如果你计算出公司创造出的含金量十足的利润数字，由于这利润也不能分光，公司可能还要更新设备或者扩产什么的。我们还需要去厘清，哪些投入是维持现有获利能力必须耗费掉的钱，哪些是为了扩大获利能力的新投资。对于维持现有获利能力的钱，我们将它当做费用处理（就叫维持费吧）。每年获取的含金量十足的利润里，减去维持费，剩下的就是自由现金流。

最后，把每年能创造出来的自由现金流，加上你计算的接盘侠会给的钱，一起按照你想要的回报率（折现率），按照不同年限收到的钱分别折现后加总，就得到了这个公司的估值。讨厌的“ 但是” 来了—— 由于这些东西都是你的估算，既没有国务院文件规定，也没有银行担保，所以我们还需要给这个估值打个折扣，算成你承担未知风险的代价（风险溢价）。终于，你可以下手的价格，出来了。

除了你要求的折现率是个确定的数字以外（你可以任意精确到小数点后面N 位，只是折现率越高，显然自己能出的价格就越低，买不到的可能性就越大），另外的东西都是变量：① 接盘侠出价；② 利润真假；③ 每年的自由现金流（它几乎不可能是一模一样多，可能还有波动）；④ 折扣。这四个变量+ 折现率，任何一个因素的变化，都可能造成“ 估值”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的不同。赔钱的投资决定，一定是以下一种或几种因素：① 过高的估计了接盘侠出价，被自己的乐观骗；② 将假利润当做了真利润，被公司会计骗；③ 高估了每年产生的自由现金流，被自己的乐观骗；④ 折扣要求太少，被不确定性骗。

不容易吧？本来就不容易。谁说投资赚钱容易，那一定是骗你的。投资很简单，但并不容易。Investing is simple,but not easy. 要赚钱的投资决策，一定是① 保守估计接盘侠的出价；② 仔细甄别真假报表利润；③ 确认自己能够“ 大体” 估算该企业的自由现金流；④ 至少留出30% 以上折扣。当然，虽然不容易，但也很简单，比如老唐就多次在雪球说过，我的估值法很简单，两句话：① 三年后15 倍市盈率卖出能获利100% ，我就会买；② 高杠杆企业打7 折。

这里代表着：① 三年内有机会在15 倍市盈率水平交给接盘侠；② 能确认利润为真；③ 能大体预测出三年后的利润水平；④ 留有一定的折扣，实际上三年能赚百分之五六十就已经满意了。以天朝股市的特性，① 概率实在是太大了，常常有惊喜。难点在② ，但最难是③ 。

认真读财报—— 解决② ；理解企业、选择那些至少能看清楚三年以后净利润水平的企业—— 解决问题③ ，这没有捷径，凡是说有捷径的，要么傻要么坏。

然后嘛，简单了，傻傻地等个便宜价格，再待其远高于15pe 的合适时机将筹码交给接盘侠。重复。

这就是笨笨夹头（价投）投资生活的全部。

聊聊估值（续）

昨天发了《聊聊估值（下）》之后，有朋友留言问：老唐，你为什么说15 倍市盈率接盘侠一定会来，这个15 是如何确定的？—— 好问题。

1955 年，巴菲特的老师格雷厄姆曾被问过类似的问题，那是美国国会证券市场委员会的一次调查询证，格雷厄姆作为证券市场著名专家到场接受咨询。

一名国会议员问：“ 尊敬的格雷厄姆先生，当您发现了某个特殊的情形，并且您仅凭臆想判断你可以用10 美元买下，而它是价值30 美元的，于是你买进一些。但只有当许许多多其他的人，认为它确实价值30 美元的时候，您才能实现您的利润。这个其他人认为它价值30 美元的过程，是如何产生的—— 是做宣传呢？还是什么别的？是什么原因促使一种廉价的股票发现自己的价值呢？” 这个问题就和如何断定接盘侠一定会在15PE 来临一样，都是关于价值回归原理的疑问。格雷厄姆当时回答道：“ 这正是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们行业的一个神秘之处。对我和对其他任何人而言，它一样神奇。但是我们从经验上知道最终市场会达到它的价值。”

就这个答案而言，格老要么并不乐意解释，要么可能当时也没想透彻，仅仅是依赖于历史的统计。当然，现在，我们已经没有必要追究格老究竟是懒得说，还是因为自己也没想通。今天，我们来理解这个已经不难。

首先，我们知道资本具有逐利的天性，正所谓金钱永不眠，永远在寻找回报率更高的资产；如果将世界上的资本看成一个总体的话，它最不愿意存在的形态就是：现金—— 因为现金不产生任何收益；

其次，市盈率实际上就是回报率的倒数，20 倍市盈率的意思就是回报率为5% ，15 倍市盈率表示企业赚回的利润是你投资金额的6.67% 。如果存款赚2.5% ，国债赚4% ，资本会弃存款投国债，推高国债的价格。同样，如果国债100% 确定赚4% ，股权70% 确定赚10% ，资本就会弃国债投股权，推高股权的价格，直至股价上涨至回报率从10% 回落至4%/70%≈5.7% 为止；

最终，我们会发现，若是信息对所有人都免费而透明，自然而然，资本的逐利性会瞬间将所有资产的回报率拉至同等位置。就好比若工商银行有两款条件一模一样的存款，一个利率为3% ，一个利率为4% ，无需任何知识，任何头脑正常的人都会选择存4% 的（因而这种情况也不可能存在）。

然而，讯息终究是有成本、有价值、有门槛的，这个世界永远也做不到信息对所有人透明。否则，各尽所能、按需分配的共产主义，昨晚八点二十就实现了。由于信息的不透明，这个“ 回报率拉至（经风险加权调整后的）同等位置” 的过程，得以慢慢实现，体现在市场里，就是或快或慢地上涨。当然，若是低收益资产，这个过程是反过来的，或快或慢的下跌过程。

这就是价值回归的过程，并不神奇，就是围绕着无风险回报率上下波动的过程。无风险回报率就好像是一根引力棒，它的位置决定着资产价格的整体趋势。这也是我们经常会听到的加息利空、降息利好说辞的来源：提高无风险回报率，会打压资产价格；降低无风险回报率，就会提升资产价格。如同5% 回报率的永续债券，如果今天存款利率提升为10% ，那么这个面值100 的债券，价格至少要跌过50 元，才会产生吸引力一样。

利润真实的资产，15 倍~20 倍PE 一带，提供着5%~6.67% 的回报率，只要无风险回报率低于此数，接盘侠一定会出没。无风险利率低于此数越

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

多，接盘侠出现的概率越高。这是资本天性，是不以人的意志为转移的市场规律—— 信心就来自于此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20160908 估值的误区（1 ，2 ）

估值的误区（之一20160908 ）

所有的武侠江湖，都流传过武功秘笈的传说—— 盖世武功的传说；所有投资教科书，都有一个公式—— 自由现金流折现公式。

公式的大意，是估值需要分四步：

① 将企业的发展阶段分为两块，一是短期N 年的高增长，例如三年、五年、十年；二是N+1 年之后的永续稳定增长；② 对N 年内高增长产生的自由现金流，逐年折现加总，得出价值A 。折现的方法，《聊聊估值》里谈过；③ 对永续增长产生自由现金流按照“N+1 年的自由现金流/ （折现率- 增长率）” 数学公式，得出N+1 年的企业价值，再将N+1 年的企业价值折现到今天，得出价值B ；④ 企业价值=A+B ，打个4—7 折，就是投资者买入价。很清晰明白吧？然而，错的。这个公式里藏着很多陷阱：① 该企业N 年内的高增长，你是如何确定的，证据和逻辑是什么？② 你对N 年高增长的估算，错误的概率有多大？③N+1 年后的永续增长假设，依据的是什么？④ 你真的理解永续两个字有多么恐怖吗？一家当前利润为1 亿、永续增长率为15% 的企业，值多少钱，你心中有答案吗？⑤4—7 折购买，究竟是4 折还是7 折，是梭哈还是分批，为什么？⑥ 即便你计算企业价值正确，你7 折买进，然后再跌40% ，你怎么办，为什么？…… 在我看来，这陷阱每一步都可能糟蹋掉数以万计的财富。芒格曾说过，数十年来，从没见过巴菲特拿计算器算过企业价值，如果需要计算之后才能投资，收益率一定比较差（大意）。他为什么这么说？你俩不是反复强调现金流折现法是唯一正确的估值方法吗？为什么自己不用？

用，怎么不用？只不过不是这么用的！正如老唐说的“ 财报是用来排除企业的” ，他们把现金流折现法，也当做排除企业的工具。

首先，排除生命周期可能比较短，或者自己无法确定的企业。因为企业价值等于其存在周期里产生的所有现金流的折现值，所以生命周期比较短的企业或者无法确定的企业，2 秒以内，巴神心中就发出了“ 滚粗” 的呐喊！理解了这一点，就能理解巴菲特和比尔. 盖茨是挚友，可以将数百亿美元的财富托付给盖茨，但为什么从来不买微软的原因：因为巴菲特知道微软今天赚钱，但不知道微软能赚多久钱，不知道何时会有新的系统、新的科技替代微软，从而导致微软瞬间和柯达一样，坍塌了；接着，排除利润含金量低的企业。一家企业，如果年复一年的赚取的利润，多是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

些应收账款，那代表了该企业在产业链上弱势。弱势意味着不具备竞争优势，意味着产品和服务很容易被替代。这样的企业，利润≠ 可以拿出来支配的现金，今天有可以拿出来支配的现金≠ 明天会继续有可以拿出来支配的现金，so ，滚粗！使用现金流折现法的投资者，最喜欢的财务报表是长这样的，你们遇到了一定要告诉老唐哦！

单位：元　币种：人民币

账龄	期末余额		
	应收账款	坏账准备	计提比例
1 年以内			
1 至 2 年			
2 至 3 年			
3 至 4 年			

然后，由于公式的永续增长率对估值影响很大，所以，企业会不会增长，也是现金流折现法投资者关心的重要问题。但这个增长，不是计算增长率为2% 、3% 还是5% 的问题，而是展望未来，预计这个企业的产品或服务会越来越强大，还是会越来越弱？只 要能估计未来会比现在更好（好多少，不管），ok ，不用去算永续增长部分的估值了，将成长看作价值的安全边际。按照不增长出价，以无风险回报率对应的pe 倍数，给企业当前的自由现金毛估估一个价格上限，在此范围内尽力获取折扣即可。综上所述，现金流折现公式的存在价值，是展示了投资思路：只投① 可见的未来，商业模式没有毁灭危险；② 在产业链中处于强势地位；③ 竞争优势会保持强大甚至会越来越强大—— 的企业。注意，不是说“ 只有” 投这种企业才能赚到钱，而是说只有这类企业才比较适合现金流折现思路。

至于其他企业，主要依赖相对估值法—— 甚至格老的烟蒂投资大法，实际上也更接近相对估值，只不过他拿资产重置价值来作为“ 可比公司” ，或者类似风投依赖的“ 估值就是估人—— 投资就是投人” 思路。这些同样可能赚到钱，只是它们不属于现金流折现思维的江湖。

估值的误区2

2016-09-09 唐朝 唐书房

有朋友后台留言问：老唐，你说你的目标是三年后15 倍市盈率卖出赚100% ，为什么国投15 倍pe 的时候，你没卖啊？—— 继续夸，好问题。只是事实略有出入。去看雪球组合# 老唐实盘# 就知道，我目前持有的国投，最早一笔是2016 年1 月11 日用川投换进来的。忘记了买入价，查了一下K 线，2016 年1 月11 日，国投介于6.72—7.24 之间，川投介于9.14—9.7 元之间，大体就是这个区间换的。至于川投，正好我雪球上记录过这笔交易，是在2014 年将之前持有的国投在10.48 元卖出后，换进来的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成交价19.92 元（经历了10 送10 和之后的10 派2.7 元，折合目前的9.69 元）。当然，很遗憾，10.48 卖出国投之后，最高涨到过15.16 元—— 这算是厘清事实，以后有空谈公司分析的时候，老唐再聊搬砖的思考路径。此处先说这个15pe 的问题。

与事实不符，但无损问题的价值。不如我替换一下问题，改成：老唐，你说你的目标是三年后15 倍市盈率卖出赚100% ，为什么你2013 年在雪球开始鼓吹的茅台，复权价已经从不足100 元，涨到300+ 了，市盈率现在已经20 多倍了，你也没卖啊？这是关于估值的另一个误区。回看一下前面谈我的粗暴估值法原文“ 我的估值法很简单，两句话：① 三年后15 倍市盈率卖出能获利100% ，我就会买；② 高杠杆企业打7 折。”—— 注意，我说的是什么情况下，我会买。但后面并没有半句：“15 倍pe 我会卖出” 。 那么卖出问题如何解决呢？关于卖出的问题，各流派解决的方法很多，甚至于江湖流传“ 会买是徒弟，会卖是师傅” 的说法。对于这些方法，老唐没有能力一一评价，只是分享一下自己的思路，不见得就是正确答案，仅供参考。

对我来说，买入和卖出是同一套方法，同样的体系，同属于现金流折现体系。包装成高大上文章的话，可以从Roe 说起，写上万吧字，但套用老唐简单粗暴、通俗易懂的文风的话，只要两句话：投资不存在卖出的问题，只是买入股票（房产、黄金、商品…… ）和买入货币的决策区别；无法显著比较出两种决策差异的时候，那就当懒鬼不要动好了。If it’s not broken, don’t fix it——Mengdaier

认得出来Mengdaier 这么高大上的名字是谁吗？哈哈，逗个乐，是欧元之父、提出蒙代尔三角的经济学大师 Robert A. Mundell 的拼音，坏笑ing—— ！如果我完全不解释这两句，不知能否触动思考：老唐这扯的啥呢？神叨叨滴…… 试试，留个小尾巴。欢迎留言评论，谈谈你的看法，若有精彩观点，我会选出来公布在书房里讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20180128 估值的误区

两周没码字，摸着键盘居然还有点生疏感了。各位朋友，有木有想老唐啊！我是真的很想大家，先祝各位周末愉快，市值长阳……

两周的停更时间里，好些朋友在后台发来信息，其中有两件事比较有趣，是拿来聊投资理念、聊估值方法的好话题。

第一件说在元月十三日老唐发出《九连阳之下的冷思考》一文后，雪球上很多“ 价值投资者” 发布清仓国投的帖子，说曾经大力鼓吹国投电力的老唐，转而看空国投，所以抢先清仓；第二件说雪球有人发帖排列雪球的价值投资者，因老唐有追高买入腾讯的举动，不属于价值投资，被排除了。

老唐究竟是分享对国投公司的看法，还是“ 鼓吹” 国投公司的股票，这是诛心，无法讨论，也没有讨论价值。书房关注，风险自负，老唐不主动、不拒绝、不负责。至于老唐是否属于价值投资者，不重要。世上好像没有“ 无价值投资者” 集群，差别只是大家对价值大小及价值来源判断不同而已。

原帖我没看到，本文也不是辩解和讨论这两件事儿，而是想借机聊聊企业估值和投资中，必然会遇到的同类问题：一是估值的修正，二是估值高低的参照物。

先说国投的估值修正问题。在《九连阳之下的冷思考》一文里，老唐谈及国投时，表述的意思是：由于对市场竞争下水电让利幅度以及雅中线建设阻力估计不足，之前12 元/ 股的估值高了，调低为10 元/ 股。预计在2018 年里，老唐会择机继续降低国投占比。

这段话被理解为看空国投，好像有点滑稽。当前股价不到7.5 元，老唐估值10 元，明明是看涨33% ，怎么算看空呢？同样，说自己“ 会在2018 年内择机降低国投占比” ，正常理解，这句话应该也说的是预计年内会有高于7.5 元的价格出现吧？明明是看多。哈哈！

阅读文章的人怎么理解，老唐没法掌控，也无意纠正。抄作业这件事儿，确实有这么一个难题存在：如果所跟随的对象看错，或者改变观点，你怎么办？是坚信其早期观点，还是追随其变化，或因为此人“ 居然” 会改变观点而怀疑其能力和人品？

投资生涯里，看错不是丢人的事情。每个人都会错，也都曾经错，包括巴菲特、芒格、施洛斯、索罗斯等世界顶级大师在内。对企业价值进行

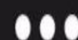
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

修正，更不是丢人的事，相反，是每一位认真的投资者应该随时拷问自己的问题。若是为了维护永远正确的形象，而罔顾事实，为坚持而坚持，那才是真正的荒诞，是对金钱的极度不负责任。

关于看错，应对的主要手段，一是尽可能选择业务相对简单、容易预测的企业，降低理解的难度；二是坚守能力圈，加深对圈内企业的认识和跟踪，减少犯错的几率（当然，不断学习，逐步扩展能力圈也是必要的）；三是在买入时预留安全边际，给可能到来的错误留下缓冲空间；四是在能力圈内做到相对分散，减少单次错误所能造成的伤害程度。

拿这次老唐对国投电力的系列分析来说，2016 年11 月，唐书房雅砻江系列文章里，老唐给国投做的最终估值是662 亿~927 亿之间（截图来自2016 年11 月26 日书房文章《雅8 号外》），折合每股9.75 元~13.66 元间。

返回 关闭 唐书房



	控股火电	新能源	非控股火电	总部	水电	合并数*
总资产	380	116	308	17	1370	1928*
总负债	246	58	158	104	1023	1431
净资产	134	58	150	-87	347	497**
老唐估值	156	29	188	-87	1085~1600	
归属估值	94	23	67	-87	565~830	662~927



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在当时，预计由于环保加强因素及煤价走高因素，水电的清洁和低成本优势有可能更大地发挥出来，所以在估值区间取值时，偏右取12 元/ 股。今天，由于形势比预计的更恶劣，取值偏左，按10 元/ 股考虑，实际并没有脱离原估值区间。

在该估值表发表当日，国投电力股价6.68 元，市值453 亿。市值与估值区间之间的广阔空间，就是给自己留下的安全边际，保证了即便企业发展状况比预想的差，该笔投资也不会出现亏损，或者至少不会出现大额亏损。

事实上，国投的2017 年真的很艰难，比我预想的难多了。不利因素既有市场方面的，也有政治方面的，确实有部分变量是老唐没有预计到的，此处不牢骚了。然而，即便如此，这笔投资也就是赚的较少而已，并没有出现本金的损失，究其原因，便是安全边际的威力了。

正因为坚持这样的原则，在过去六七年里，老唐持仓中没有出现亏损出局的公司（当然，一个重要原因是本身参与过的公司也不多）—— 上一次亏钱的经历，还是2011 年，苏宁电器亏损16% 出局。

当企业经营情况发生变化的时候，投资者要不要根据实际情况调整自己的判断呢？我的答案当然是“ 要，要，切克闹（Check it out ）！” 正如老唐同样会根据企业经营变化对茅台做出估值调整，写出《重估茅台》一文，让自己在500 元之后能够继续重仓持有茅台一样。

Check it out （全面核对，认真检查的意思）是投资人的必备功课。本来就不盯盘，不关心股价，要是连企业经营情况都不随着财报去切克闹，那真成佛系随波逐流派了老唐神经没那么大条，也没听说过有这么大条的投资者。

再来说第二件事。说追高腾讯不算价投，又让我想起那篇评论过千的热帖《致唐朝》，文中质疑老唐“ 三十倍估值坚守茅台，八十倍估值加仓腾讯” ，和“ 追高不算价投” 一脉相承，算是同类错误。

当然，《致唐朝》错误更低级些，属于急着指导别人，没顾上看基础数据，瞄一眼行情软件上的PE 就敢下笔如有神的类型—— 《致唐朝》发布当日，腾讯市盈率45 倍左右。

《致唐朝》发表至今近一个半月，“30 倍的茅台” 和“80 倍的腾讯” 双双旱地拔葱，又上涨了约20% 。短期的股价上涨不代表对错，80 倍或45 倍的数据取值也不影响所暴露的理念问题。

这种30 倍80 倍（45 倍）不能继续持有/ 买入的思想，和“ 追高不算价投” 的想法一致，一般自诩为格老的忠实门徒。但这种思想恰恰忘记

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了价值投资的最核心的基石：“ 股票代表企业的部分所有权” 。对股票的分析和价值判断，不能脱离对企业的认识和理解。

脱离企业，仅仅依赖于历史统计数据来看待股票，属于看倒车镜开车，是对价值投资的刻舟求剑式认识。一家企业估值的高或低，不是和历史股价对比，不是和获利百分比对比，不是和投资人的买入成本对比，也不是和其他股票的单价对比……

因为是历史新高，所以太贵；因为已经赚了五倍，所以太贵；因为买入成本低，所以拿得住，因为买入成本高，所以无法坚定持有；因为股价500 元，所以比5 元的股票贵…… 内心持有这些看法的投资者，可能暂时还只能划归于韭菜的行列。

说到韭菜，在投资市场，它算是一个带有鄙视或自嘲性质的蔑称。但首创这个称呼的人，真的很有才华 。“ 韭” 这个字，是个象形字，下面一横是地面，上面是随风飘摇的茎和叶。 茎和叶，构成一个清晰的汉字：非。

什么是“ 非” ？非就是错误的、不正确的。韭菜的特色是什么？是割掉它的“ 非” ，它顽强地，毫不改变地，再原封不动地长出一套“ 非” 。套用某名人名言：同一个坑里摔倒两次的人是愚蠢的。韭菜的特色恰恰是在同一个坑里反复摔倒，“ 非” 被割掉，再重复生长一套原样“ 非” 。

所以，是不是韭菜，不在于是新人还是老手，不在于懂多少技术分析或者基本面分析技术，更不在于资金是三五万还是三五千万，而在于对于错误的态度。明知错误却老是重复错误，那就是韭菜。你有没有明知哪些行为或想法是错误的，但就是无法控制地重复它们？请自查。

跑题了，回正题。

便宜贵贱，不是用现在和过去比，而是用现在和未来比。这观点，老唐在多篇文章中分享过，比如去年8 月12 日的《散打投资8 》里面的这段

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

返回 关闭 唐书房 

在股市投资中，经常见用当前股价和历史高低点对比，从而得出便宜或贵的思维模式，这是我们大家有意无意自带的一个心理误区。这个错误不干掉，一不小心可能会坑杀我们不少财富，或者让我们错过不少财富。

一家企业便宜还是贵，跟它过去曾经到过多少市值完全没有关系，只跟它当前及以后的盈利能力有关。就好比曾经

唐书房

老唐也分享过，自己的投资体系非常简单，一句话就可以概括：“ 预计三年后15~25 倍市盈率卖出能赚100% ，就可以买入，高杠杆企业打七折。” 这句话里，只涉及到未来市盈率，并没有提及提及今天的市盈率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

今天的市盈率，30 也好、80 也罢，并非核心因素。如果三年后，能够以当年真实利润的15~25 倍卖出去—— 届时不见得会卖，老唐另一个投资原则是占不到明显便宜不交易。15~25 倍卖出只是一种保守的思考方式—— 能带来多少回报，这个回报空间是否值得下注？这才是有价值的问题。

今天30 倍市盈率的企业，如果未来三年真实净利润能够以30% 速度增长，三年后25 倍市盈率对应的价格，依然有83% 的回报（1.3×1.3×1.3×25/1×30=183% ，年化回报超过22% ，为何就不能持有呢？

今天45 倍的企业，如果未来三年真实净利润能够以50% 的速度增长，三年后25 倍市盈率对应的价格，依然有87.5% 的回报（1.5×1.5×1.5×25/1×45=187.5% ，年化回报超过23% ，为何又不能买入呢？

要对此类买入或持有操作做质疑，针对企业成长性的分析和怀疑是有价值的，例如：依据某某某情况分析，该企业未来三年增速将低于X% 。Y 倍市盈率下买入，回报将更多依赖市场pe 变化，确定性不够。

然而，想得出“ 依据某某某情况分析，该企业未来三年增速将低于X%” 这样的结论，需要阅读大量资料，收集大量数据，并做出深刻思考，难度较高。

于是部分“ 价值投资者” 采用一种自我安慰的方法：统计市场或企业历史平均市盈率，然后套用均值回归这一模糊概念，在当前市盈率高于历史平均水平时，将其归为“ 高” ，在当前市盈率低于历史平均水平时，将其归为“ 低” ，从而得出一个万金油式的结论：高于历史平均市盈率下买入某股是不合适的。

有没有效呢？大样本下是有效的。在足够的样本数量下，极端案例可能相互抵消，从而使整体数据显示出规律。然而，样本集合符合规律，并不代表样本内所有个体都复合规律。投资人努力寻找的，恰恰是能超越集合表现的样本，否则我们直接投指数了，何必在数以千计的公司里，呕心沥血地选择那么有限的几只。

拿老唐“ 追高” 的腾讯来说。老唐是科技小白，后知后觉，关注和覆盖到腾讯，还是在机缘巧合下开设唐书房以后的事，论股价已经是别人赚过几百倍后了。

别人几百倍的部分略过，老唐的首次买入是2017 年1 月的197.3 港币。那时距离历史新高仅有不到10% 的距离，过去5 年（2012 至2016 ）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股价涨幅超过6 倍，上市12 年来，股价涨幅已经超过300 倍。

高吗？在老唐买入时，说股价太高的人，不比今日少。说高的理由，和今日也差不多，无外乎市盈率高达45 倍，股价涨幅太多，盈利盘累积太多，不可能只涨不跌，树不会长到天上去…… 等等，但今日说太高的人，所看的调整目标，好像也没有看低到200 元以下的

其后，伴随着企业的发展以及对它认识的加深，老唐从260 到390 都陆陆续续有加仓，直至今天成为仅次于茅台的第二大持仓股。今日超过470 元的股价，高吗？高！市盈率高达54 倍，上市以来股价已经上涨超过630 倍，盈利盘累积太多，不可能只涨不跌，树不会长到天上去……

然而，说太高的朋友，研究过代码背后的企业吗？未来盈利增速如何，增长质量如何，它的盈利、估值和股价，一定“ 均值回归” 吗？…… 做过研究，才能对个股做出判断。否则，仅仅瞟一眼历史股价和行情软件的pe ，堆砌再多文字，浪费再多口水，也是那割不掉的“ 非” ，误人误己……

绝不追高，只关注低市盈率、低市净率或者跌幅比较大的股票乃至历史新低的股票，同样是一种有效的投资模式。它是给自己画了个圈，整个圈，恰恰要求投资人放弃对个体的判断，通过分散，去拟合大样本下的统计规律。

它更适合于组合，不适用于个股。适合约束自己，不适合指点他人。依据大样本下的统计规律，对具体个股做出估值判断的—— 尤其是自己不了解的个股，无论说贵，还是说贱，都是拿错尺子而不自知。over ！

后记：2018 年1 月无交易，当月市值增长9%+ 。当前持股茅台41%+ ，腾讯15%- ，国投13%+ ，民生H7%- ，招商H5%+ ，洋河6%- ，信立泰4%- ，双汇4%- ，海康2%+ ，古井B2%+ ，张裕B1%+ ，粤高速B1%+ ，另有观察仓宋城不计。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2016097 估值好书推荐

2016-09-07 唐朝 唐书房

老唐的《聊聊估值》三篇文章，简单粗暴，有朋友读完留言说，不过瘾，希望能介绍几本关于估值的经典好书，进一步研读。好吧，老唐反正属于闲的那啥疼的话痨，就给你们当一回垃圾图书过滤器。晓得你们担心老唐的白话文章，没有金融学院教授的专著靠谱。哼，哼，哼……

首先，关于估值的书，非常的多，闲人老唐看过一扒拉。但是，可是，但可是，大部分都没有阅读价值，纯属浪费生命。还不如看点儿网络意淫小说过瘾呢！话说最近除了追《我要做首辅》之外，另外也在看本口碑比较好的穿越小说《新宋》，感觉不错！—— 偏了偏了，还是回到估值书籍上。

前段时间好像在雪球上提起过，估值类图书推荐蒂姆. 科勒的《价值评估：公司价值的衡量与管理》和埃斯瓦斯. 达摩达兰的《估值：难点、解决方案及相关案例》。两本书的共同特点都是全面、细致，有案例配合，不仅讲了容易估值的成熟型公司现金流折现法，还讲了如何对成长型、初创型以及金融机构的估值法。缺点嘛，55555…… 好多公式，好多高等数学，老唐必须承认，虽然两本都有读过，但其中的确有些跳着读的，我跳，我跳，我跳跳跳……

如果你有到基金或券商工作的企图，又有点高等数学的底子，不怕看数学公式，希望写出高大上的研究报告，这两本书我觉着应该读。起码以后写研报的时候，可以刷刷刷摆出一溜公式，任谁都不敢小看你。但如果你跟老唐一样，颜值不高、学历不亮、智商一般般，算了吧，这两本书买来挺浪费的，一本88 元，一本99 元。88 的六百多页，99 的大开本四百多页，估摸着有81.6596% 的概率，买回去了你也看不完——唯一欣慰的是，老唐浪费了钱，但好歹算是看完了的，至于吸收了多少，就只有天晓得了。

只是自己投资需要，还是简单一点吧！上面那本《估值：balabalabalala 》的作者，专门为了照顾笨笨，写了一本简写本，书名叫《学会估值轻松投资》，全书一共只有227 页，该说的都说到了，类似格雷厄姆将《证券分析》大部头，改写成科普版的《聪明投资者》一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

样。为自己的投资，我觉着读读这本足够了。反正对于初创型、成长型、成熟型、衰退型、周期型等类型的公司如何估值，都说到了。定价也不贵，才38 元，电商羊毛薅下来，估计也就20 多元，轻松好读，适合我这种笨笨加懒蛋儿了。金钱和时间成本都不高，我建议你—— 可以来一本！！

老唐以前推荐过的书，以及将来会推荐的书，通通会汇集到“ 老唐荐书” 栏目，你可以长按下面的二维码识别收藏，这样即便错过某篇荐书帖，也不用再来讨链接了。

另外，有本叫《估值的艺术：110 个解读案例》的书，虽然实在说的有点简略（110 个案例，一共才256 页，你还想怎么地），但好在浮光掠影，作为泛泛了解，还是有帮助的。尤其是它提到过很多财务指标的具体应用，虽然解释的不细，但很可能不经意间给你捅开一层窗户纸，我觉得还是蛮超值的—— 至少读来不累。

大致就这样，这类书，别看多了。研究太多估值细节，老唐觉着是个投资的误区。除非你是计划专业写研报，否则读更多价值也不大，有那时间，多看看具体公司的财报，收获可能更多些。

部分留言点评

2016-09-12 唐朝 唐书房

《估值的误区2 》留了个小尾巴，留言的朋友很多，无法展示出来，甚是可惜（展示留言功能，要等腾讯觉得关注者比较多了，或者原创文章比较多以后，才会赐予，再等等吧），选10 份吧！—— 排序随机，无先后之分。@ 崔华涛：谈一下我对《估值的误区2 》中“ 投资不存在卖出的问题，只是买入股票（房产、黄金、商品…… ）和买入货币的决策区别；” 的理解： 买入货币的优点是不亏损，那卖出股票的决策依据就是未来大概率股价会下跌。

股价＝pe ＊eps ，那股价下跌有多种情况，但是有几种情况我们是有可能预期的：1 、收益变化不大，pe 已明显高估，未来大概率下降。如果货币的无风险理财收益为2 ％，则pe 在50 倍以上就要卖出了。2 、收益将下滑，意味着基本面发生了不利变化，卖出。3 、戴维斯双杀，更要卖出。而其他情况，尤其是短期预测估值和收益变化，超出大部分人的能力范围，还是don’t fix it

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这条模糊处较多，老唐要补充几点① 买入货币并非不亏损。相反，买入货币是100% 确定亏损的。只是时间跨度较长，幅度较小，一般人容易名义数字蒙蔽。1990 年老唐工资104 元，拿回家40 ，自己留64 ，还能隔日吃一回肉。如果老唐将60 元货币保留到今天，能买两斤排骨不？ 在沃顿商学院教授杰米里. 西格尔的传世巨著《股市长线法宝》及《投资者的未来》里，曾将其研究结果汇集成一张神图。很多投资（ji ）者都是被这张图震醒的，我把它放在这儿，各位试试看，有没有一种醍醐灌顶的感觉：



图12-1 1802~2003年总实际收益率指数

长期看，持有货币是包输的，是确定亏损的。期间“ 获利” 是短期的逆势而为、刀头舔血所得，就好比下跌过程中打反弹的获利，一不小心就“ 赢颗糖、输间厂” 。 长期看，持有股票的所有人加总是包赢的，所有人都是水位上涨过程中池塘里的鸭，你只要静静地待着（做到平均数），即可获取著名的“ 西格尔常数” 利润—— 股权平均长期收益高于通胀6.5%—7%—— 当然，如何做到平均数以及超越平均数，是另一个话题。

不仅有上面那张神图，西格尔的研究还发现：即便横跨大萧条和第二次世界大战的1929——1954 的半个世纪里，sp500 的收益率依然远高于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

债券。资本市场最为悲惨的25 年，假如你选择在大萧条前的巅峰时刻进入（没有比这更烂的择时了吧？），1 万元投债券25 年后变10700 元，如果投sp500 股指变44400 元。② 说“ 卖出股票的决策依据就是未来大概率股价会下跌” 这句话，可以说对，也可以说不对。因为事实上老唐想表述的是“ 该股票的回报率已经远低于货币（或其他选择）了，就会买入货币 / 其他选择。至于该股票的价格是不是会跌，实际上并不在考虑范围内，就好比巴菲特十几元卖出中石油后，他也没想到中石油还会翻几倍一样。

但要说“ 大概率” 呢，也对。高估的东西的确是大概率会回归无风险收益率，是大概率会跌—— 但一定需要提醒自己，即便我们已知硬币有70% 概率出人头，并不意味着它接下来就一定出人头，甚至并不能保证它接下里的10 次里，就一定会有5 次以上的人头。@ 安逸：实际是比较后哪个更高估。不管是股票之间还是股票与货币之间。@sven ：股票和货币都可以现金流折现，所以不管是买入和卖出其实都是比较未来现金流折现，保留未来现金流折现较高的品种。

两位是线下朋友吗？感觉是“ 一个意思、各自表述” 。都对。@ 悠闲钦差：看收贴时间凌晨了，有这样的领路人，是粉丝之福。卖出股票的三个条件，公司经营恶化，股票估值明显高估，有性价比更高的标的。那么这第一句话大概涵义就是我们持有的标的起码收益率要覆盖掉机会成本，无论持有的是股票，黄金，商品，当他们未来收益率很可能低于货币，那么就只能持有货币，反过来如果货币收益率不如其他，那么就持有其他。第二句话，如果东西没坏，就别主动修他。第二句话的涵义，坦白讲没领悟到精髓，尝试理解一下：如果持有资产和持有货币未来收益率基本一致，那么持有谁都一样，既然如此，就少动吧，少动总比多动犯错少；如果着实判断不了谁高谁低，那么也少动吧，因为多动出错的概率更高，等到自己能看得清的时候，再动也完全来得及。期待唐师父揭晓答案。

过奖，不敢说什么领路人，就是想起啥就随便聊点儿，别期望过高—— 老唐实际是个懒人的。就你的留言，谈点儿自己的看法

第一段很好。第二段我大概这么解释一下吧：如果无法显著比较出两种决策的差异时，要么说明回报率差异不够大，要么说明你对其中某一种的前景还不够确定。 如果 是前者，因为市场先生经常过度反应的，如果差异不大，很可能未来还是个随机变动；如果是后一种，那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

完全可以暂时将财富继续保留在原有的、自己确定性比较大的资产上面。只到自己比较确定的时候，或者差异大到可以一眼看出胖瘦的时候再动。至少，也省下了交易费用，对不？@jinking ：是不是可以这样理解：股票有股息的收益，货币有利息的收益，只要前者明显优于后者就一直持有，前后差不多的时候就要考虑公司优质不优质了，前者明显低于后者果断卖出寻找新的优质公司。记得您雪球以前的签名是牛市是投资者的风落，风落应该就是额外奖励吧，牛市股价升高，股息相对就变少了，和货币利息比不再有优势，就到了考虑卖出的时侯。

总体来说，是的，就是酱紫的。小瑕疵是，用“ 股息” 替代现金流折现思路，并不完全合适。举个例子：巴神的剥壳虾公司有史以来就只发过一次股息，怎么比呢？你可以再深入想想……

@ 芦国刚：最后一篇文章大体上这样理解：茅台如果价值4500 亿，但是因为像他这样好的企业目前A 股市场上很难再找到，你就是把它在4500 亿卖掉。1. 你有可能这个价位买不回来；2. 你也有可能买成别的套住就是茅台回调你也没钱买了；3. 你一卖茅台大跌然后超低买回。这就看人品看运气了，但是问题的关键这是一只再也找不到的好东西你就愿意这么样去玩吗？我是不愿意！但是如果在2017 年价格上涨到8000 亿那就要跑路了。总言之在先确定好东西的前提下低估买高估卖。这一高一低说来容易做来嘛！呵呵。

没错。一家公司在合理估值区间，投资者是走是留，都有道理的，这部分可能更偏向于艺术吧！@ 赵立成：选择买入货币，应该发生在股票提供的roe 已经低于市场的无风险收益率了。比如无风险收益率按现在的理财产品保本来算4% ，即持有现金的pe 是25 倍。当市场给予的股票估值高于25 倍时，就应该卖出股票而选择货币。

老唐你说的15 倍pe 卖出，是建立在无风险利率是6.5% 的基础上测算出来的。至于茅台这个印钞机，除了roe 高以外，每年还有一定的增长，再加上大消费高端白酒有品牌 优势和涨价能力，天然抵御通胀，理应享受溢价，15 倍pe 卖出肯定不划算。@xwl ：关于估值误区二，我的理解是这样的：1 、持有股权是投资，持有现金也是投资；2 、是否选择某种投资，是由它的未来现金流的现值决定的；3 、当前投资是否转换为另一种投资，需要比较两种方式的未来现金流现值；4 、两种方式的未来现金流现值差别不明显时，选择持有不变。不知我理解对不对？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

@ 单骑走千里：个人不成熟的想法: 把现金及其等价物也看作是一种投资品，当原投资品因为某些原因（高估、变质等），导致未来的回报率不如现金及其等价物时，就可以转换。具体的，小白，还不会mo-:,@-D 另外，我觉得卖出其实是一个挺自由的事，大部分人纠结卖点是因为总想寻找最高点，总想吃全鱼的贪婪心理导致的。之于我，看2p 差不多高了，股息率低到无所谓了，就会把心魔叫过来喝茶（我: 哥们儿，差不多意思意思得了）。具体的，笔记本已备好，看看能不能等来老唐大哥的观点。

没错，你们三位说的都对，老唐也没啥需要补充的了@ 詹姆斯：投资永远是在买不同收益率的资产，如低收益率现金，高收益率股票等。找一个好的并且熟悉的股票不容易，pe 不是个人能控制的，一动不如一静。只要不显著高估，守着符合自己期望收益率的一亩三分地就好。——点评：是的，差异不大的话，纯从心理角度，也是做熟不做生，感觉踏实一些。

是的，差异不大的话，纯从心理角度，也是做熟不做生，感觉更踏实些。篇幅原因，就选这10 份了。留言里还有些很不错的提问，我尽量抽空成文来解释。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20170627 《生人勿近》诞生记（上下）

《生人勿近》诞生记（上）

原创 *2017-06-27 唐朝* 唐书房

本文缘起。缘起本在昨日投票文里交待过，由于老唐无知，那篇文章设计的投票方式，据说违规，所以删掉了。绝大多数朋友没有看到，这里再啰嗦一次。

6 月24 日，老唐发表了《生人勿近雅戈尔》上中下三篇文章后，当日，读者久天留言建议老唐搞直播或录视频，说3000 以内愿意付费。老唐回复说，多少钱都不做，过小日子的人，没有抛头露面的打算。

久 久天 4
真希望唐老师能做直播，或者录制视频授课！收费也行啊！3000以内，我都能接受！
3天前

作者回复 12
抱歉，多少钱我都不会做，过小日子的人，没有抛头露面的打算。
3天前
唐书房

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

昨日，恰好又有其他读者发信息来提类似要求，老唐灵机一动，想到一个变通办法：

正好我写文章的原始笔记还在，脑中记忆痕迹也还没有消失。我可以写一篇流水账，展示外行老唐从拿到雅戈尔财报开始，按照什么顺序阅读，记录了哪些数据，对这些数据的思考和验证轨迹，最终如何诞生出《生人勿近》那三篇思考结果的。

这样就如同对老唐周四周五的整个阅读、写作和思考过程录了像，然后再用文字将整段视频表述出来。除了中年胖子眼镜男的形象需要你自动脑补以外，其余与视频无异。

这样，不需要3000 元，你只需随意打赏即可。甚至不打赏，白看，老唐也不会隔着屏幕出来咬你。老唐呢，也可以继续从事自己那光辉的事业：安静的胖纸宅。于是本文诞生了。

言归正传。本文是流水账，也考虑到大家的可模仿性（本文非娱乐性，是技能学习类，浮光掠影看一遍，等于没读。严重建议：同时打开书房文章《生人勿近雅戈尔》，以及雅戈尔2016 年财报，与本文对比阅读），可能行文比较啰嗦，还请忍耐。

首先呢，当然是下载雅戈尔2016 年年度财务报告喽，PC 上一份，IPAD 上一份，同时打开。IPAD 胜在轻巧，便于手持，利于摆个葛优瘫造型阅读。阅读中，发现需要有查询的地方，起身到PC 上搜索，免得来回翻，乱了IPAD 上页码顺序，顺带也避免自己坐的太久，脊椎腰椎不爽。

年报到手，穿上最宽松舒适的衣服，准备好纸笔计算器，开工。

财报第一页（以后行文称P1 ），瞄了一眼第三条会计师事务所的标准无保留意见，再记录了分红方案备用：10 派5 元转4 股。手机股票软件里找到雅戈尔，记录股本和市值情况：总股本35.8 亿股，总市值约358 亿（开始看的时候，雅戈尔10.05 分，周六发表时修改为周五收盘市值）—— 都是概数，不需要特别精准到小数点后几位。轮廓性的印象有了，继续往下。

P4p5 （中间跳过的页码，代表着没啥有价值的东西需要记录，下同），释义部分，阅读一遍。对于一个新行业，财报里会有些相关专业术语的诠释放在这里，例如这两页里关于服装工艺和品牌的释义，这些必须看了以后，才能使财报阅读正常进行，所以，必读。

P7 ，三年主要财务数据，记录在纸上，记录时发现两个问题：① 非经常损益较大。顺带的必然，扣非Roe 和Roe 差异也很大，记录，原因待查；② 经营现金流净额和净利润差距颇大，什么原因，是经营成本支出过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大？是销售没有在本期收到货款？还是净利润主要非经营所得？该记录如图：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（为便利阅读，加上字迹潦草，照片就上这一张，用于示意，后面不再上这种影响市容的照片了）

注意，每股指标，我一般是不看的，意义不大。作为一名投资者，我建议大家养成从公司整体的角度去看盈利、市值和增长等数据，养成“ 买股票＝收购公司的一部分” 的思考习惯，而不是着眼每股收益、每股增长等炒家思维，后者容易受股本变动因素影响。

P8 ，注意到不同季节营收差距最高达三倍，什么原因，待查。

p9 ，记录非经常损益的主要构成，大头是卖固定资产、卖无形资产、转变联创入账方法，卖股权，合计增加约19 亿税前利润。

P10 ，看到了公司账上的可供出售金融资产（名词我就不解释了吧，不懂的，翻《手把手教你读财报》82 页）。看到了持有的可供出售金融资产是中信股份H 股、浦发银行、金正大、创业软件、联创电子、广博股份—— 期末余额那一列，合计金额204 亿，规模是总资产的三成多，近乎净资产总值，意味着公司除了这些持股以外的部分，基本约等于债务，这个结构说明投资是公司的核心业务。

该页面中间有些小渣渣，数量和金额极少，明显是中签的新股，就不去管它了。2016 年内加仓了浦发银行、广博股份，减仓了中信股份H 、创业软件、金正大、中信证券。

联创电子，是从长期股权投资变过来的，因为什么变的，变动带来了多少当期利润？在pdf 搜索框里输入“ 联创电子” 搜索，找到P166 的说明

公司于2016 年4 月7 日召开第八届董事会第二十二次会议，审议通过《关于变更对联创电子科技股份有限公司会计核算方法的议案》，2016 年3 月17 日起对联创电子科技股份有限公司的会计核算方法由长期股权投资变更为可供出售金融资产，该会计核算方法变更增加本期投资收益1,240,776,940.08 元。

到雪球雅戈尔个股页面，公告里面找2016 年4 月7 日的公告，下载下来，看变更理由合理不，变更如何产生投资收益，以及产生了多少收益。

该公告显示，联创电子经过资产重组，雅戈尔持股由30.08% 降低为13.18% ，从控股股东变更为第二大股东，董事席位有2/7 ，减少为1/9 ，变更理由合理。变更当日，持股7845 万股，市价17.6 亿，股价约22.4 元，变更增加当期利润9.3 亿元。

回财报里搜索“ 联创电子” ，p16 显示年底还剩联创电子2910 万股，市值5.6 亿，单价约19.2 元，股价跌了，公司也抛掉了大部分（跌和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

抛，可能互为因果），退居为第三大股东。看p10 表格里对当期利润的影响一栏，减持价格还不错，总计卖了约7845-2910=4935 万股，合计净赚约5896 万元（相比约22.4 元的记账成本），考虑到企业所得税，大约是卖在均价24 元左右。

有些朋友可能对从长期股权投资变更为可供出售金融资产，怎么能产生投资收益不理解。而且老唐知道，即使你去百度，度出来的也是天书，非会计专业的看不懂（甚至有些会计专业的也脑壳青痛）。这里插播全网独一无二最好懂的老唐牌中翻中 ：

变更的时候，账面价值与变更日股权的公允价值的差价，会计入当期利润表。同时，该股权以前放在资本公积里的变动（可能正，可能负），也会挪出来进利润表。

账面价值啥意思呢？简单说就是雅戈尔买联创股权的成本，加上联创历年利润里雅戈尔应该得的那部分，减去联创实际分红给了雅戈尔的部分。比如说，雅戈尔起初成本200 买的联创30% 股权，联创去年赚了50 ，那么雅戈尔应得利润为50×30%=15 ，这个15 就进了雅戈尔的利润表。

实际联创的分红方案是从50 里拿出30 来分，雅戈尔就实际只拿到30×30%=9 ，于是雅戈尔持有的联创股权账面成本就等于200+15-9=206 ，意思是赚了15 ，但只收到9 ，还有6 继续投资在联创了，计入长期股权投资成本里。

如果今天联创市值（市值= 每股股价× 总股本）是1000 ，那么30% 股权的公允价值就是300 ，今天雅戈尔要变更会计计量方法，这个300-206=94 的部分，就要算今年的投资收益。同时，持有联创股权期间，可能有少量计入资本公积的变动，比如说是-8 ，于是，变更会计计量方法就产生本期投资收益94+ （-8 ）=86 。

从变更以后，可供出售金融资产的账面成本就是变更那一天的市价了（公允价值300 ）。之后作为可供出售金融资产的联创电子，就只有每年的分红算进雅戈尔的利润表。

联创股价涨跌进雅戈尔资产负债表的资本公积里，只影响净资产不影响利润表，一直到卖股票的时候才计算最终盈亏。这个应该都知道吧，《手财》讲过的。

这种合理合法的财技，一般怎么玩呢？简单说，如果股票涨的厉害，而该公司经营利润并不怎么样，就想办法从长期股权投资变成可供出售金融资产，这样就不需要按照经营净利润比例来计算投资收益，而可以把股权差价一次性算进当年投资收益里。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

反之，如果股价涨幅一般般，公司经营利润却挺高的（例如后面的宁波银行），那就从可供出售金融资产变成长期股权投资，这样，就以按照每年（宁波银行的）经营净利润的比例算投资收益了。

当然，这是指的需要美化利润表的时候。需要丑化利润表的时候，则反其道而行之。至于达到合理变更的条件，可以通过增持股票、增加董事席位、和对方公司达成某种合作条件等增加影响力的手段，也可以反过来，通过减持、辞掉董事席位，减少和对方的某些合作等降低影响力的手段。

插了一点小科普，还是回到报表来。看完联创电子变更的情况，继续猴子给给~~ 进入P11 公司业务概要。

记录，公司业务三大块，服装、地产和投资。服装，看公司提供的那张图表，行业增长7% ，大企业负增长，网络销售增长18% ；地产，全国性牛市，销售面积、销售额均出现大幅增长。公司地产业务主要经营区域宁波和苏州，宁波均价14363 元/ 平米，同比涨7% ；苏州均价18293 元/ 平米，同比涨45% 。

P13 ，核心竞争力。记录，服装部分，套话，未发现区别于同行的核心竞争力；地产部分，聚焦本地，“ 可能” 具备某些政商优势。探索文化、旅游、养生、养老地产的提法，可能说明当前模式的日子不好过。

P14 经营讨论与分析章节，这是一个需要重点阅读的地方，是对后面三张表的阐述，也是董事会向股东做的年终汇报。阅读并记录相关重要信息。

服装部分，品牌服饰销售收入42.7 亿，主品牌雅戈尔37.9 亿，其他子品牌合计4.8 亿；直营销售36.2 ，同比增长1.4% ，占比例85% ，为公司主要销售渠道；加盟、团购分别完成销售2 亿和3.3 亿，同比降低8% 和14% 。

品牌服饰毛利64% ，同比-1% ；品牌服饰和代工合计实现净利润5.47 亿，备注问题：代工营收是多少？

库存大幅下降，一年内库存占比56% ，一至两年库存占比26% ，意味着两年以上库存占比18% 。记录问题，库存总量多少？

服装板块战略，① 聚焦高端成衣和定制服装品牌Mayor ；

② 开大店，设大厅，营业店面2554 家，营业面积38.2 万平米。用42.7 亿营收和5.47 亿利润，计算单店年营收和年利润，初步影响，苦生意。150 平米的店铺，日均销售4580 元，日均净利润587 元；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

③ 会员战略。会员286 万，累计消费29 亿，人均年消费约1000 元，疑似单次消费金额，怀疑是买服装时，以售后服务为名建档成为会员。这样的会员，价值不大。

地产板块，2016 年结转面积70.72 万平米，预售39.5 万平米，实现预售金额58.4 亿，同比下降18% 。截止2016 年底，杭州项目清盘，上海项目剩两套房子加会所及241 个车位，近于清盘，合作项目余少量尾盘。

土地储备，新拍一块苏州小地块3.15 万平米，可建面积10.11 万平米，土地储备一共4 块，面积合计40.94 万平米，可建面积66.19 万平米。按照一亩≈667 平米计算地块大小，同时记录问题，另外三块地在哪儿，各自多大？周围房价多少？

地产方面，没有提出向其他城市扩张的想法，依然集中在宁波，提出探索养老、旅游、度假、酒店等模式，收购了一个生态农庄，记录，买的谁的，是否关联交易，多少钱买的，有没有重大影响？

（未完，请继续阅读下篇）

《生人勿近》诞生记(下)

原创 *2017-06-27 唐朝* 唐书房

继续看P16 投资部分，当年实现投资收益32.3 亿，其中

① 改变宁波银行和浙商财险的会计核算方法，产生7.23 亿；

② 变更联创电子会计核算方法，卖出长丰热电50% 股权，产生13.7 亿；

③ 卖股票产生5.8 亿；

④ 分红和理财收益，产生5.5 亿。

实现净利润16.6 亿，按照25% 所得税反推，税前利润约22 亿。投资收益32 亿，税前利润22 亿，说明投资相关的成本约10 亿。投资相关的成本，只能是资金利息成本和管理人员成本。搜“ 财务费用” ，P135 找到利息支出11 亿。

公司投资部分账面成本313 亿，市值318 亿，投资成本与市值差异较大的主要有两项，一是以可供出售金融资产入账的中信股份H 浮亏38 亿，二是以长期股权投资入账的宁波银行浮盈21 亿。

持股分318 亿分为三部分：上市可供出售金融资产204 亿，未上市可供出售金融资产36 亿，长期股权投资78 亿（主要就是宁波银行）。前后两类都有清晰市值，中间一类没有清晰市值。

继续记录p17 相关财务数据。公司合计营收149 亿，同比+2.5% ；净利36.8 亿，同比-16% ；其中服装营收44.6 亿（此处知道了品牌服装销售

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以外的业务营收，44.6-42.7=1.9 亿），净利润5.47 亿，同比-16% ；

地产营收102.7 亿（对比结转面积，可知销售均价约1.45 万元），同比+5% ，净利15.1 亿，同比+48% ；

投资业务净利润16.6 亿，同比-39% 。其他纺织和电力合计营收1.7 亿，亏损2747 万元。

公司总资产639 亿，资产负债率64.18% ，负债约410 亿，归母净资产227 亿，存货117 亿。搜“ 合并资产负债表” 确认债务和存货构成。

P63 ，短期债务136 亿，长期借款182 亿，一年内到期的非流动负债0.06 亿，有息负债合计318 亿。债务和持有的投资品市值基本相等。

搜“ 存货” ，p19 看到服装存货明细

(2). 产销量情况分析表

单位：万件/万套

√适用 □不适用

主要产品	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减（%）	销售量比上年增减（%）	库存量比上年增减（%）
衬衫	486.25	578.56	504.46	-0.56	1.41	-15.51
西服	70.30	77.28	121.94	1.30	-5.38	46.07
裤子	186.12	217.48	211.73	0.25	4.19	-12.66
上衣	219.53	251.15	252.62	7.65	9.86	-11.12
其它	73.45	104.08	127.06	-19.32	-10.68	-19.96
合计	1,035.65	1,228.55	1,217.81	-0.32	1.86	-10.85

产销量情况说明

公司一方面“以销定产”，实施商品企划推进产品结构调整和供给侧改革；另一方面积极“促销量、去库存”，在确保毛利率保持稳定水平的前提下，存货去化率提升 2.86 个百分点至 12.52%。

按照2544 家店面，计算店均存货量，配合前面记录的店均营收和店均利润，得出苦生意的结论。

P27 看到雅戈尔对服装存货的跌价准备计提方法，以及服装存货总价值16.45 亿，记录存货117 亿，其中服装部分约17 亿，地产部分约100 亿。

想起领导的一位闺蜜是雅戈尔同行，从业二十多年，遂微信咨询美女对该存货量的看法，记录。

P18 页，服装销售中，衬衫，西服，裤子，上衣及其他的分别占比数据，统计。下载过去五年的财报，找到同一位置，看过去五年销售结构是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

否发生过大变化，过去五年每年营业面积是多少平米。统计表格后得出结论，结构几乎没有变化，产品销售基本稳定，有限的少量增长来自营业面积的增加。

P21 页，公司解释了经营现金流金额减少主要是因为房地产销售减少21.4 亿。

P22 页，四块地皮的大小和位置，百度各地皮的名称找到所在城市。粗略估算几块地皮全部建成房产后，大致能带来多少营业收入。得出地产业务，发展空间不大的结论。

P25 页和p26 页，门店情况，统计一下公司战略规划里说过，重点发展的Mayor 品牌门店的数量变化，以及营业收入、毛利润情况。

P27 ，注意到花费1.17 亿收购大桥农庄100% 股权，解答了前面记录的疑问。搜“ 大桥生态农庄” 搜到P143 ，固定资产8133 万，无形资产4744 万，作价1.17 亿卖给了雅戈尔。p144 显示，买回来9 个月经营收入10 万7 千多元，净亏损1000 万出头。看样子是个不怎么经营的农庄，没啥看头，具体怎么探索新模式，暂时没看出来。非关联交易，忽略。

P28 ，披露了2016 年11 月作价6.51 亿出售银联商务公司3.5% 股权事宜，反推手头还剩下的1.5% 银联商务股权价值为6.51/3.5%×1.5%=2.79 亿。

P29 ，2017 经营计划，服装计划销售收入增长10%~15% ，为此计划2015~2020 年增加投入100 亿，其中80 亿作平台，20 亿实施会员战略、多品牌战略、供应链战略及信息系统建设。2017 年将投入20~30 亿（资金主要由2016 年定向增发新股募集的资金解决），计划累计投入8 亿元启动高端制造。

一般这种大的战略转型，都会有媒体宣传，上网百度“ 雅戈尔 百亿” ，立刻搜到《雅戈尔董事长李如成: 宁波帮大佬的百亿新赌局! 》，《牵手五大欧洲高档面料商 五年投百亿再造一个雅戈尔》这样的新闻报道，找到了《生人勿近》文章里提到的雅戈尔将投入百亿打造Mayor 品牌的相关内容。

至此，一个营收基本停滞在四五十亿，以网下传统销售为主，库存高企，增速缓慢，年净利润五六亿，未来即将出现大额资本投入需求的服装板块轮廓已经基本清晰。考虑到雅戈尔有不少店面是早期买的，只计算少量折旧，不用按照租金记录经营成本，实际经营情况可能更加悲惨—— 正如新闻报道里李如成董事长自己说的，买一个铺面做销售，一年营收才

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

4000 万，实际上租出去的话，租金就可以收3000 万，若考虑租金，实际上是巨亏。

于是，老唐给这部分业务最高估值也就10 倍市盈率，算60 亿，即便是这，已经是考虑了雅戈尔知名品牌、男装的潮流变化较慢以及董事长本人过往良好的口碑，否则，一个要精细化管理靠节省成本才能年赚五六亿利润的生意，如果要面临巨大的资本支出，仅这个不确定性，现在付出36 亿值不值买，还要打个大大的问号呢！上篇就出炉了。

地产部分，由于老唐对地产一直不感兴趣，原因是很多年前，一个做地产的熟人，曾经这样吐苦水，3000 万买一块地，求爷爷告奶奶地走通各个环节，起早贪黑担惊受怕的八个杯子五个盖，总算把房子修起来卖的七七八八了，一算账能赚好几千万。

但赚了钱，不能就这么回家抱娃吧，还得买地继续滚啊。隔壁去一看，本钱加上利润，也就勉强购买隔壁差不多大一块地。这搞房地产的，终极形态到底是什么样子呢？现金买地— 建房换现金— 现金买地— 建房换现金— 现金买地…… 周而复始。最终留给股东的，不知道是一堆现金，还是一大片荒地？如果始终不产生或者很少产生现金流，投资者的回报，必须寄期望于牛市来临，这很难让我夜夜安枕。

正是因为这样的思路，老唐其实是错过了房地产股的巨大涨幅的，无论是万科、恒大、融创还是其它地产。不后悔，理解不了，拿在手上也拿不稳，非要依靠房价上涨或者股市走牛才能获利的公司，利润不是我的。

也正是因为这样的思路，雅戈尔的地产部分，其实很容易估算。搜一下“ 预收款项” ，p124 标的清清楚楚，预收款48 亿里，有45 亿是预收房款，加上公司计划2017 年完成预售70 亿，即便完成，且全部交了房计入营业收入，这部分也就115 亿，同比增幅不超过115/102.7=12% ，况且，2017 年房市还有没有2016 年那么火爆，能不能完成70 亿销售，能不能全部计入营业收入，这都是不确定因素。

再考虑土地储备一共也就能建设66.19 万平米，即便未来两三年里全部开工建设并销售一空，按照宁波房价1.5 万左右的均价，两三年里算它再涨三成，总体也就130 亿左右营收，其他的，还没看见影子呢！这样的年销售百亿规模，年净利润15 亿的地方小型地产公司，能给个什么估值呢？

即便考虑到雅戈尔部分自有房产的隐藏增值，老唐认为最多给10 倍市盈率就是上限了。十倍市盈率的大致意思就是说，如果公司每年将净利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的50% 拿来分红，回报基本等于国债或理财收益。因此，地产部分老唐给出150 亿估值，有6 折以上的便宜，才值得考虑。

至此，服装及地产部分就搞定了，最后看投资部分。首先，既然还要看投资部分的价值，我需要把地产和服装从资产负债表里拆出来，然后单独估算投资部分的资产和负债。

资产负债表里，投资部分很容易摘出来，p17 公布的投资三大块，可供出售金融资产上市和未上市的合计240 亿，长期股权投资78 亿。然后，其他流动资产里面有43 亿理财产品（p111 ），货币资金里有50 亿受限资金（p97 ），这些都可以归为投资相关。

于是雅戈尔公司的财报，就可以分拆为两份，一份投资公司

科目	金额	备注说明
现金	50	保证金，不可动用
理财产品	43	在其他流动资产科目内
上市股票市值	280	已上市可售金融204+宁波银行76
非上市公司成本	39	未上市可售金融36.4+未上市股权2.2
资产总计	412	
短期借款	136	主要是境内借款
长期借款	182	主要是为买入港股中信股份的境外借款
负债总计	318	
净资产	412-318=94	

剩下的是雅戈尔服装地产公司，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

科目	金额	备注说明
现金	40	主要是银行存款
存货	117	地产存货100+服装存货17
固资	64	固定、在建、无形、投资性房产
其他	28	各类应收预付及联营合营公司股权
资产总计	249	
预收款	48	预售房款45亿，预收服装款3亿
其他	44	各类应付账款、税款、职工薪酬等
负债总计	92	
净资产	249-92=157	唐书房

服装地产部分，已经估值结束，现在就看此时的投资部分。

由于我们考虑的是，此时买入是否值得的问题，所以原来的持股究竟多少钱成本买进的，跟我们一毛钱关系也没有。我们要看的是当前这个时点，这些东西市值多少，我们乐意出价多少。

打开行情软件，查询了上述几只个股的市价，然后查看雅戈尔2017 年一季报及公告，查询了公司抛出了哪些股票，大致时点价格是多少。经计算，持有上市公司的市值，毛估估上涨了约20 亿。

再看未上市部分，由于未上市股权仅有其中一个银联商务公司的股权刚好在2016 年11 月达成过市场交易。交易市价可以作为估值参考，通过6.51 亿卖出3.5% 股权，估出当前持有的1.5% 股权，大概价值为2.79 亿，相比账面记录成本1.17 亿增值2.38 倍。

套用这样一个比例，模糊地给雅戈尔所有未上市股权估算一个大致价值，假设其均增值2.38 倍，即账面成本39 亿的未上市股权，假设其公允价值为93 亿，增值54 亿。于是，得出一张这样的表

对雅戈尔投资公司的估值，最终转化为对这样一个炒股账户的买卖价格判断。当前净值168 亿，无疑就是出价的小资金的出价最高纪录，否则我不如自己按照同样比例去买进这几只股票即可，反正你我那一点儿钱入场买入，也不会导致股价飙升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然后，关注一下，这个账户的操作者是谁，看P52 高管任职名单，看样子，像是同时任雅戈尔总经理，雅戈尔投资公司总经理的李寒穷，最有可能。到网上搜索“ 李寒穷” 得到搜索结果

李寒穷_百度百科



李寒穷，雅戈尔董事长李如成独生女。中欧商学院EMBA，美国加州州立大学工商管理学士。曾任雅戈尔集团副总经理，雅戈尔（香港）实业有限公司副总经理，现任凯石投资副总经理。

baike.baidu.com/

【李如成的女婿背景】雅戈尔李寒穷照片老公陈继武简介_飞123网



2016年3月8日 - 【雅戈尔李如成女儿李寒穷老公是谁?】李寒穷老公陈继武简介陈继武 ,1966年1月生,安徽省霍邱人,经济学博士,上海凯石投资管理有限公司总经理,厦门大学...

www.fei123.com/1370000... - V1 - 百度快照

唐书房

顺藤摸瓜，一通八卦，balalabala ，搞清楚李寒穷的个人履历及凯石的故事。然后下载2012~2015 年的雅戈尔财报，搜索到类似2016 财报P10 的当期项目变动表，将其操作过的股票统计出来，观察有没有规律可寻。没有发现。

考虑到对李寒穷操作风格无把握，对所持股票没有研究，对将钱交给其他人买股票要求风险补偿，故估值一定是低于168 亿方为合理。具体低多少，属于投资的艺术部分。要求折扣越高，安全垫越厚，但同样买不到的机会越大。反之要求折扣越少，买到的机会越高，但安全垫也越薄。

最终雅戈尔的总体估值就≈168× 要求折扣+ （60+150 ）×60% ，我个人将这个投资部分的要求折扣也主观地选择为六折，得出230 亿以下才有买入价值的结论。

然后，再到雪球上翻翻年报之后至今，公司发布的公告，有没有什么重要内容，本次找到了4 月29 日公布的计提资产减值准备2.25 亿的公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

告。

再到万得或慧博翻翻券商研报，看最近有没有什么券商调研活动，是否有什么内部信息动态透露。这次没发现什么。

最后，安慰性地看了眼合并利润表，无新发现。至此《生人勿近雅戈尔》上中下三集片搞定，全文结束。以上就是老唐拿到一家新公司财报的完整阅读经历，供各位参考。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20140307 漫谈现金流折现法

股神巴菲特年复一年的告诉全世界投资者：「投资没那么复杂。你只需要学习两门课程就可以了，一门是如何评估企业价值，一门是如何看待股市波动」。著名价值投资人赛思. 卡拉曼在其经典著作《安全边际》当中也谈到：「投资没有什么神秘的。简而言之就是先确定某个证券的内在价值，然后以这个价值的适当折扣买进。事情就是那么简单。」

如何才能知道一家企业的价值呢？塞斯. 卡拉曼说：「虽然存在许多用于企业价值评估的方法，但我发现只有三种方法是有用的。一是对连续经营价值的分析，也就是现金流折现法。通过计算一家企业未来可能产生的全部现金流折现值来计算企业价值。第二种是分析一家企业的清算价值。第三种是股市价值法，通过预测一家企业或其子公司分拆后，会在股市上以怎样的价格进行交易，来评估企业价值。这种方法的可靠性不及前两种方法，它只会偶尔成为有用的价值准绳。」

抛开赛思. 卡拉曼认为不太可靠的第三种方法，剩余的两种企业价值评估方法，分化出了价值投资的两大流派：一种更传统，更注重企业清算价值。他们寻找那些售价在重置成本以下的机会；另一种更注重现金流，他们寻找售价低于企业未来现金流折现值的机会。

早期的巴菲特，是格雷厄姆的信徒，更偏重于企业的清算价值。后期的巴菲特，受菲利普. 费雪(代表作《怎样选择成长股》）和查理. 芒格的影响，逐渐转向了现金流折现法，完成了他自己所称的从猿到人的进化。

自由现金流如何测算？

运用现金流折现法，首先要了解两个概念：自由现金流、折现。

自由现金流，是从企业通过经营活动获取的现金里，减去为了维持生意运转必须进行的资本投入，余下的那部分现金。

折现的概念不难。如果确认年收益10% ，那么一年后的110 万和今天的100 万等价。换句话说，一年后的110 万，按照10% 的折现率折算，其现值为100 万。理论上，可以将企业未来每年的自由现金流，按照某折现率（无风险收益率+ 风险补偿）逐笔折现。所有年份现金流的折现值加总，便是该企业的价值。

实际运用中，通常会逐笔计算出一段时间的自由现金流，然后对其后的部分，估算一个永续价值。将这段时

亿，预计五年内自由现金流的年增长15%

。五年后，自由现金流能保持3%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的年增长。若按照10%

的折现值估算，企业前五年现金流折现值加总，等于49.8

亿（9.1+9.5+9.9+10.4+10.9

）。第6

年，自由现金流18.01

亿，其永续价值为257.3

亿（18.01/

（10%-3%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

）），（

永续经营价值=[

第
6

年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的自由现金流 / (

贴现率-

永续利润增长率)] / (1+

贴现率)

的5

次方，贴现率可以以十年

长期国债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为选择参考标准，贴现率越高则越趋于保守

）。将257.3

亿折现，现值约为145.2

亿。由此，测算的企业内在价值约为195

亿。知道了价值，投资者才能决定如何出价。

敲敲计算器，便知道企业价值，而后依此投资获利，有这么简单吗？当然没有。首先，预测未来无限期的自由现金流，是不可能完成的任务。其次，折现率的微小变动，会使结果呈现巨大差异。尝试将本例的折现率，小幅调整至8% 或12% ，或将永续增长率3% 调整为0% 或5% ，会看到计算结果发生了多么令人惊讶的变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

既然不能依赖其对企业价值进行计算，这套方法还有什么用呢？有用，非常有用。甚至毫不夸张地说，现金流折现法就是「股神秘笈」。它是一套完整的投资体系。它告诉我们应该选择什么样的股票，应该规避什么样的股票，在什么区间进行买入，在什么区间进行卖出。

首先，它叫做永续现金流折现。因此，目标企业必须是可能永远存在的，至少在你的人生跨度内，它可能是始终存在的，没有被竞争对手或新科技所取代或毁灭。否则，依据现金流折现公式看，永续价值将非常低。除非其市值低于破产清算值，否则，它不是现金流折现法的能力范围。从这个角度，便很容易理解，为何许多成功投资人都会规避初创企业和高科技企业（这些企业适用概率估值法、相对估值法或股市价值法），甚至有人宣称「只投资和嘴有关的企业」。

其次，目标企业必须能通过出售商品或服务，年复一年的获取大量现金。这些现金的大部或全部，可以分给股东或进行有利可图的新投资，无需用以维持现有生意的运转。在现金流折现法里，只有持续产生自由现金流的企业，折现值才为正数，其价值才能进行评估，投资回报才无需依赖下一个出高价傻蛋的出现。

再次，企业是否具备永续增长的可能，对估值的影响很大。企业是否可以通过提升毛利率或增加销售量，使自由现金流保持增长态势，将大幅影响企业价值。回到前面的例子，其他条件不变，如果自由现金流的永续增长从3% 变为0% ，计算结果将缩水约1/4 。

接着，现金流折现法，提示了买入区间。同样用前面的例子，意图获得10% 的收益，投资者可以在市场报价低于198 亿时考虑买入。若意图获得30% 收益，企业价值将低于45 亿，投资者就必须等到市场报价低于45 亿时，才能考虑买入。显然，既定买价越低，错过机会的概率也就越大。

然后，一家可能永续存在，每年产生可观的自由现金流，且能保持增长的企业，是否就可以根据其现金流折现值，进行投入呢？答案仍然是no 。如果企业价值1000 万，出价1000 万买下，意味着用1 元买1 元，毫无意义。回看《安全边际》导言中所说的：「价值投资没有什么神秘的。简而言之就是先确定某个证券内在价值，然后以这个价值的适当折扣买进。事情就是那么简单。」适当折扣，就是安全边际思想。无论对企业做多么详细的了解，无论估值多么保守，投资者仍然可能犯错。此时，预留的安全边际，就可以使投资者在预计正确时获取暴利，在预计错误时损失不大。

最后，如果市场对投资者手持股权的出价，高到将其变现后存入银行的利息（存款的自由现金流）折现值，已经高于最乐观估算的该企业自由现金流折现值，这便是考虑卖出的时机了。《安全边际》说：「只有当价格变得有吸引力时才买进，而情况相反时就卖出」。

老窖是活生生的案例

此处以泸州老窖这只当前市场弃儿为例，轮廓性演示一下现金流折现法的运用。首先，泸州老窖从大明万历皇帝登基的1573 年开始酿造。四百多年，无论繁荣还是萧条，战争还是和平，盛世或是乱世，都没有妨碍老窖的悠悠酒香，由此，可以大概率的认定，泸州老窖未来依然会存在。

其次，泸州老窖每年都可以通过出售商品，获取大量现金。且，其生产设备（酒窖）无需投入大量现金维护。数据显示，过去十年，泸州老窖累计经营现金流，大于累计净利润。而累计资本投入额占净利润总额不足13% ，占销售收入总额不足5% 。截止目前，尚未发现出售商品获取现金的能力，及低资本投入的特点，有任何改变的迹象。

再次，公司预计2013 年净利润34.4 亿，同比下降21.55% 。如果以此为基础，毛估估未来两年净利润继续同比下降20% ，其后触底保持5% 的永续增长。即2014 年净利润27.5 亿，2015 年净利润22 亿，其后年利润增幅为5% 。对于泸州老窖，可以粗略的将净利润等同于经营现金流，将资本支出估算为净利润的15% 。那么，我们将得到2013~2016 年的自由现金流约为29.2 亿，23.4 亿，18.7 亿,19.6 亿。

最后，假设采用10% 的折现率，2013~2015 年的自由现金流折现值总和为66 亿（29.2+21.3+15.4 ）。其永续价值为392 亿（19.6/ （10%-5% ））。2016 年的392 亿折现值为295 亿。因此，在上述假设条件下，其内在价值约为361 亿（295+66 ）。

以上计算，仅仅用于演示现金流折现法的运用，非投资建议。

坚持理念不容易

估值追求的是大概的对。巴菲特叫它作「模糊的正确胜过精确的错误」，精彩。可惜常被一些投资者，用于掩盖对企业基本面研究的懒惰。既然是大概的对，其数值究竟有多么接近正确答案，取决于投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

者对企业生意模式的认识度，取决于各项假设是否符合实际。当投资者通过大量研究，确信假设不算过分乐观时，市场在361 亿基础上给予的折扣，便是送给投资者的财富。

这就是现金流折现法的投资体系，这就是足本的股神秘笈。

投资，知易行难或知难行更难。这里聚集着全世界最聪明的人群，都想在最短时间内，用最少的金钱获取最大的利润。竞争当然残酷，甚至残酷过世上绝大多数生意。真的明白一家企业的现金流折现值，已属不易，更难的是如何保持耐心和纪律。让我们再次回味塞斯. 卡拉曼在书中所说「最大的挑战来自于始终保持不可缺少的耐心和纪律，只有当价格变得有吸引力时才买进，而情况相反时就卖出，坚决避免卷入那种吞噬市场人士的追逐短期业绩的狂热之中。」

坚守现金流折现的理念，仅仅投资你能估算的企业，忘掉依赖未来价格的变动的投机游戏，无疑会使我们错过无数鸡犬升天的牛股，却也能使自己免于成为最后一个出高价的傻蛋。巴菲特在最新的致股东信中这样告诫我们说：「聚焦于拟投资资产的未来生产力。没有必要成为全能者，理解自己的所作所为就可以了」。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20171120 持有等于买入吗？

持有等于买入吗？书房里至少有数十人问过老唐。我也曾多次给出我的看法：持有≠ 买入，两者的要求是不同的。但由于一两句评论说不清楚，所以老唐曾答应提问者，会抽空写篇文章来阐述自己的观点。今天，还文字账。

本文近4000 字，将阐述以下观点：

1 ）持有与买入的矛盾，一般发生在合理估值区间；

2 ）合理估值从来不是一个准确的数值，而是一个模糊的区间；

3 ）价值投资的核心特征就是占便宜，是五毛买一元，是一元卖两元；

4 ）因此，持有≠ 买入。两者决策所需证据强度不同。

看完上述四句，已经拈花微笑的，不用继续往下看了。下面的段落仅是对上述四句的展开。

1 ）持有与买入的矛盾，一般发生在合理估值区间；

网上流传一种很有说服力的思考是持有= 买入，尤其是当你的资金量不足以影响市价的时候。

在你持有市值100 元股票的瞬间，你实际就是放弃了100 元现金，同样，在你买入100 元股票的瞬间，你也是放弃了100 元现金的持有资格，它俩之间是等价的。

因此，假设你的账户被误操作清仓了，你的正确选择是原样买回，否则你的持股逻辑是有问题的。老唐不同意此种看法。

股价明显低估区域，没有持有和买入的思想斗争，主要矛盾集中有限的钞票和满地黄金先捡哪块的问题上；明显高估区域没有买入计划，也不会产生持有和买入的思想斗争。

持有和买入的徘徊，一般发生在经历一轮涨幅后，企业进入合理估值区域后。此时是持有，是卖出，还是可以继续买入，矛盾涌现了。

2 ）合理估值从来不是一个准确的数值，而是一个模糊的区间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

正因为持有和买入之争，多发于合理估值区域，所以，要解释这个问题，先得阐述什么是合理估值。

合理估值，由两个词组成，合理+ 估值，联在一起表达的意思，是说当前股价下的公司总市值，基本等于该企业的内在价值。

总市值好懂，总股本× 股价就是总市值。顺带解释一个过度小白的问题，有不少人问过老唐：多地上市的公司，总市值是不是各地市值加总？错！不是。多地上市的公司，总市值有多个，均为股价× 总股本。

比如一个公司在大陆和香港两地上市，同时还发行的有B 股。总市值≠A 股股价×A 股发行量+H 股股价×H 股发行量+B 股股价×B 股发行量，而是有三个：

① 以A 股股价计算的总市值=A 股股价× 总股本；② 以H 股股价计算的总市值=H 股股价× 总股本；③ 以B 股股价计算的总市值=B 股股价× 总股本。

总股本=A 股发行量+H 股发行量+B 股发行量。当你准备购买A 股时，就看① ；准备购买H 股时，就看② ，准备购买B 股时，就看③ 。

总市值清楚明白，是个准确数字。但内在价值就稍麻烦一点了。任何企业的内在价值都只有一个：它指的是这家企业存续期间—— 所能给股东创造的全部现金—— 的折现值。

也就是说，任何人买进一家企业，一定是预期未来这家企业能给自己带来的金钱＞现在付出的金钱本利和。即便是炒股的炒家，也是在这个根基之上的衍生博弈活动，虽然很多炒家从来没想过自己究竟在买卖什么。

那么，关于内在价值，就有了三个关联概念。第一是存续期间。这个容易理解，就是这家企业从现在直到其倒闭，或者直到其不再成为一个独立的企业（例如成为其他企业的一个业务单元）；

第二是所能给股东创造的全部现金。这个现金，不是指净利润，而是即便分给股东也不会降低企业盈利能力的那部分现金，即通常所言的自由现金流。

自由现金流不是一个财务概念，财报上找不出来这个科目。它是从企业获取的现金形式净利润里，减去维持盈利能力必须的资本再投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

入（保养、维修、必须的更新等），然后剩下部分就是自由现金流。

净利润是否是现金形式，具备基础财务知识（例如读过《手把手教你读财报》）就很容易区分。但维持盈利能力所必须的资本再投入，就需要了解企业的生产经营模式、利润来源、行业竞争等因素，从报表科目里是找不到的；

第三是折现值。折现值体现的是金钱的时间价值。假如我有个确定回报率为5% 的项目（例如5% 利率的银行存款或者国债），那么10 年后100% 确定到手1 万元，以5% 回报折现到今天（这个5% 就叫折现率），其价值只有6139.13 元。

如果我的确定性回报是10% ，那么10 年后的那1 万元，在10% 折现率的假设下，只能等于今天的3855.43 元（手机上随便下载个复利计算器app 均可计算）。

从以上三个概念的表述，我们会发现，所谓内在价值，是非常不严谨的数据，坦率说，世上几乎没有人能够准确计算出来—— 芒格也说，从来没见过巴菲特用计算器算过。

即便我们能够穿越到未来—— 假设100 年后这家企业倒闭的那一天，我们也只能知道这家企业100 年来，累计创造了多少自由现金流（这是唯一的、确定的数据），然而，由于每个人面对的确定性选择可能有不同，会采用不同的折现率，最终这个企业的内在价值也有不同。

更何况，我们并没有能力穿越到未来。因此，哪怕我们通通采用同样的折现率，由于我们对企业存续及发展年份的预测偏差，对该企业每年能够获取的现金利润预期偏差，对企业维持盈利能力所需资本再投入预测偏差，三个偏差叠加，差异就可能非常大，即便你非常了解该企业。

因此，无论你多么了解该企业，内在价值也只能是一个区间，而不是一个精确数值，哪怕是股神巴菲特或者企业CEO 也不例外。先记住这个重要结论。

—— 说到这儿，可能有新朋友会问，如此不严谨，现金流折现法还有什么用呢？非常有用，甚至可以说是全套股神秘笈。老唐在2014 年3 月7 日出版的《证券市场周刊》上行文谈过。今年8 月还特意将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

此文搬来唐书房存档，没读过的朋友，强烈建议点击《漫谈现金流折现法》阅读。

3 ）价值投资的核心特征就是占便宜，是五毛买一元，是一元卖两元。

价值投资者购买一家公司，一定要市值“ 显著” 低于内在价值；同理投资者卖出一家公司，一定要市值“ 显著” 高于内在价值。是的，没有便宜占，我们安坐不动，拒绝交易。

当你以相当于内在价值的市值购买股票，等于是预期自己的假设100% 正确时，可以获取相当于折现率的回报。然而，大师们的经验说，投资要预留安全边际，要考虑到可能某些假设会出现偏差，并给自己没有预料到的意外事件留有余地（还记得赌金者吗？）。

巴菲特曾这样举例来说明该观点：如果你认为一只股票值十块钱，那么九块五或者是九块七毛五都不要买，你要等价格比你的心理价格低很多的时候再买入。如果一座桥的载重量是一万吨，那你就不要驾驶一辆9800 吨的卡车从上面经过，但是你可以安然驶过一座承重量两万吨的桥。这是格雷厄姆的安全边际理念。

这个安全边际究竟该留多少呢？按照大师们的操作习惯，如果一只股票值10 块钱，一般的介入位置在4~7 元之间。预留的差额，就是安全边际，是给自己“ 莫须有” 的错误准备的。这不是个严谨的计算，只是经验观察。

纵观人类投机史，资本市场的疯狂从来不会“ 恰到好处的在合理位置停下” 。按照大师们的认识，人们的情绪总是在过度恐惧和过度贪婪之间摇摆，就好像一个钟摆围绕着中点（合理估值）荡来荡去，因此，大师们只在别人极度恐惧时贪婪，在钟摆远离中点的时候才下手买入。

卖出同样如此。将一元钱标价一元卖出，那可不是投资者所为。投资者来到这个市场，利用人们的过度恐惧买入，同时也别放过人们的过度贪婪。在钟摆荡向另一边卖出，获取最大化利润，才对得起自己的研究时间和投入资本。

而持有则相对简单。套用欧元之父蒙代尔的一句名言：“If it is not broken, don’t fix it” 。没有损坏，就不要去修它。在看不出是过度贪婪还是过度恐惧的时候，那就是it is not broken ，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

们don't fix it ，静静等待就好。看不见便宜占的时候，维持原样不动。

4 ）持有≠ 买入。两种决策所需证据强度不同。

在内在价值是个区间、买入需要显著低于内在价值、卖出需要显著高于内在价值的三大假设之下，我们很容易就能够理解持有≠ 买入。

举例说明：假如某公司，根据你的考证和认识，你很大程度确定其价值大约在70~100 元之间；

此时，如果市价70 元，正确决策是不买。因为假如你的判断靠谱，真的价值70 元，你用70 元换入70 元，白白亏损交易税费，浪费金钱的时间价值和机会成本。

而如果你的预计有少许偏差，可能真实价值是60 元，你花了70 元买进，在下一个傻子出现之前，你就是那个傻子—— 博傻，是价值投资者必须要戒掉的爱好。

若市场某甲因故着急抛出，要价40 元，你的正确决策是买入。这保证了即便你判断上有少许误差，仍然有可观利润。

当买卖完成，你的40 元现金已经消失了，忘掉它。你现在拥有的是价值约70~100 元之间的股票，忘掉跟40 有关的一切。

此时，如果某乙出价70 元，你的正确决策是不卖，因为你用价值70~100 元的股票，去置换70 元现金，毫无意义，完全没有利用到人性的疯狂，甚至被某乙利用了你的恐惧。于是你持有。

如果某丙出价到150 元以上时，你的正确决策是卖出。难点在于市场出价大于100 却小于150 时，这个期间，其实可卖可不卖，都有道理。因为我们无法预测市场情绪究竟会有“ 多” 疯狂，持有或者卖出都合理，这部分是投资中属于艺（yun ）术（qi ）的部分。

但我们至少可以肯定，在70~100 元，甚至从60~110 元之间，我们只应持有，不应买入，持有≠ 买入。因为买入的要求条件，比持有的条件更高：买入必须要有便宜占，买入需要在合理估值区间的下沿再预留出安全边际。

5 ）例外。

也有例外，可以不用去考虑高估、低估还是合理，那就是：发现了更具性价比的投资对象。当内在价值70~100 的股票，市价是50 、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

90 或是110 ，本应该是标准持有状态，但你确信有另一只价值100 的股票，市价只有30 。此时就不用考虑高估、低估或者合理了，卖掉它。

如果你理解和同意本文所说，那么你在投资领域就只剩下一门必修课了：估值。这是个日拱一卒、终身学习的领域，无论你、我还是世界知名投资大师，都在天天学习，永无止境。这门课的乐趣是，你增加的任何一点积累，都将能够通过资本市场兑换成财富。

反之，如果无法对企业内在价值做出合理判断就贸然交易，无论是买入还是持有，永远都会心惊胆战。如同老唐仿作《采桑子》描述：心中若无价值锚，红也惊心，绿也惊心，忽闻天台跳楼声。投机好似风前絮，欢也飘零，悲也飘零，化作股海点点萍……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20171202 经典烟头案例拆解

前言：上个月推文有点密集，不少朋友留言呼吁歇一歇，留下反刍的时间 。反刍期内，不断收到的留言及感谢，还有那滴滴响的打赏通知，又挑动着老唐的成就感，所以呢，今天又来了5000 字。已经歇了几天的你，会有压力咩？

言归正传。

在老唐过去的文章里，多次提到过价值投资有两大核心流派：格老门和巴神堂。作为巴神堂的小喽啰，对后者的思想谈的比较多。今天拿两个典型案例，来拆解一下格老的烟头战法—— 这两个案例，都是格雷厄姆脑残粉时代的巴菲特重仓干过的。

通过实战案例，我们来看看格老门徒是如何发现烟头的，捡烟头有哪些条件，免费抽一口的标准动作是什么？对比我们自己捡烟头的经历，来看看我们是否忽略过什么？本文有思想、有工具，文中两个表格展示的估值法，今天依然可以直接套用。

第一个案例：桑伯恩地图公司。发生时间：1958 年。当时公司股价从1938 年顶峰110 美元/ 股，持续下滑到1958 年的45 元/ 股，跌幅约60% ，市值约473 万美元。期间道琼斯指数大牛，从120 点增长到550 点。

公司从事地图测绘业务，主要客户是保险公司（鼎盛时期约30 家保险公司）。保险公司需要利用这些地图及地图内建筑物的构造细节，估算火灾发生概率及发生后潜在损失，以给对应的火灾产品定价。

另外还会为部分政府机构和企业提供服务，例如帮助雅芳公司确定产品的经销区域，提供军队施工所需环境资料，提供政府建立社区避难所所需环境资料，为城市规划部门提供辅助资料，为自来水公司编制和起草自来水输送管道图等等。

地图的首次测绘非常花费人力，不仅需要街区地图及区内建筑物细节，同时还要包括地面下自来水管的走向直径，建筑物的电梯井，窗户分布及建筑材料、区内分布的工业设施等等。

但测绘一旦完成，可以同时卖给多家客户，并不增加什么成本。这和现代的软件研发类似，研发费用很高，但边际成本很低。同时，出于地图更新的需要，客户每年都会缴纳订阅费，以保证收到地图的更新资料。更新所需的人力较少，只需要关注区内的变化即可。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

由于这种产品特点，很显然一旦桑伯恩公司完成了某个城市的地图测绘，就不会再有第二个竞争者来参与了。因为老客户不会买第二份，而面对新客户时，桑伯恩公司的近于零成本的优势又足以吓退竞争者。

但是，在上世纪五十年代，一种在现有资料中语焉不详的新手段被保险公司运用。大致的意思就是保险公司不再需要通过地图和周边环境来计算火灾概率和损失了，而是通过建筑的财务资料（例如建筑结构成本等）建立模型来估算概率和损失，因此，桑伯恩公司的地图服务就像未来的柯达胶片一样，不可阻挡地走向衰落。

1950 年，公司年净利润68 万美元，但到1958 年，净利润仅30 万美元，其中地图主业经营净利润约10 万美元，早期利用公司利润建立的证券投资组合创造净利润约20 万美元。总股本一直没变，是10.5 万股。1958 年股价45 美元，公司总市值约473 万美元，市盈率约16 倍。过去五年，最高股价75 美元，最低股价36 美元。

巴菲特通过阅读公司财报发现：

① 这家公司资产负债表里，有以成本价记录的对外证券投资（请回忆《手把手教你读财报》里的长期股权投资和可出售金融资产），账面价值260 万美元，而这些证券当时的市值是730 万美元（报表附注披露了），远超公司总市值；

② 这家公司的主营业务正在衰落中，但由于边际成本非常低这一特点，衰落过程中依然可以创造少量利润（例如1958 年，地图主业就有10 万美元的净利润）。主业不会突然死亡，只会一家一家客户的少下去，慢慢走向死亡；

③ 企业的经营还可以依托地图向多方面发展，管理层也有此想法，但受限于董事会的不思进取，无法行动。

由于历史原因，公司14 名董事会，有9 名是各大保险公司人员，合计仅持有公司股份46 股，还有一名律师，持有10 股（另一本书说董事们合计拥有400 股，数据有矛盾的地方。但不管是几百股还是几十股，相对于10.5 万股来说，董事们持股非常少）。

这些人，利益在保险公司身上，关注点是桑伯恩公司是否尽责为保险公司提供最新最准的地图信息，至于桑伯恩本身的盈利，董事会成员不是很关心；

④ 巴菲特认为，a. 公司价值低估，b. 只要通过将投资组合变现就足以实现价值，c. 持有足够改组董事会的股票，就可以实现b ；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

⑤ 于是，1958~1961 年巴菲特陆续投入巴菲特合伙企业总资产的约35% ，买入了大约2.4 万股桑伯恩地图公司股票，并联合了其他股东，致使一致行动人持股达到4.6 万股，经过一番斗争，最终掌控董事会。

1961 年，巴菲特成功将公司分拆，地图公司作为一个单独的经营实体存在。巴菲特还设计了一个可以最大限度避税的退出方案，以公司持有的证券市价作为支付对价（就是前面说的市值730 万那部分），回购桑伯恩公司股权。通过回购和分红，巴菲特最终实现了回报。

桑伯恩地图公司一直持续经营到2011 年，被英国一家媒体公司收购，再后来又在一次管理层收购中卖给了公司管理层。今天，该公司的主要业务包括地理空间数据可视化技术，三维地图，空中摄影，现场数据采集，与雨水有关的软件服务，森林库存管理以及野外火灾风险评估等—— 这些，大概就是当时巴菲特与管理层的共识：依托地图业务多方面发展。

从这个案例中，我们可以发现，烟头可不是便宜就行，巴菲特眼中的烟头股桑伯恩，① 具有显而易见的低估，仅投资组合部分（730 万美元）已经远远超过了公司市值（473 万美元），主业白送；② 主业虽然在衰退，但依然具有造血功能，不仅不会消耗公司现有现金，而且会少量创造现金；③ 主业有改善的可能和可信的措施；④ 具备让隐藏价值体现的能力，即通过入组董事会，变现低估的投资组合。

显而易见的低估+ 有改善可能+ 有实现价值的机会或能力，构成烟头股桑伯恩。这是特例还是巴菲特的心中的规则？我们再看看另一支烟头：邓普斯特农具机械公司。邓普斯特烟头上的获利经历，在巴菲特心中埋下了“ 从此不玩烟头股” 的火种。这么矛盾的一句话，怎么来的？继续看拆解。

插张图片，算茶歇吧！下半部分有数据有工具，休息休息头脑接着读……

邓普斯特公司建立于1878 年，主要生产风车、水泵等以风或水为动力的灌溉装置，是西部地区名声卓著的农具公司。他家制造的风车，是平原之上到处可见的巨大景观，也是移民垦荒种田的必备的大型投资（顺口起见，下面称之为风车公司）。这种产品没多大技术门槛，区域内竞争者很多。

在20 世纪五六十年代，对风车公司而言，一种无法抗拒的降维攻击来到西部大平原：电网和电泵。以电力作为驱动力，很显然比风力和水流更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可靠，要求条件更低，更方便。

因此，市场给予风车公司的看法就是没前途，例如1961 年公司财务报表的净资产数据是460 万美元，折合每股约76 美元（总股本60146 股），而股价则波动于16 美元~30 美元之间，为账面净资产的2~4 折。

1956 年开始，巴菲特逐步开始在25 美元左右买入。最终持有公司总股本的70% ，并通过合作伙伴间接持有了10% 。平均买入成本约28 元（显然没有抄到底），大部分仓位在1961 年买进—— 巴菲特又玩一把炒股炒成控股股东。

当时巴菲特合伙公司（就是巴菲特的基金）总规模约700 万美元，这笔投资所占仓位约为20% 。对巴菲特而言，算是重仓了。那么巴菲特是如何做出重仓决定的呢？

风车公司是少见的巴菲特直接在致股东信里列出过财务资料和估值的企业，虽然列的是1961 年数据—— 巴菲特最早肯定看的是1956 年的，但由于公司是缓慢滑坡，估计资产负债表变化不是很大。

拿1961 年报数据，来看看巴菲特是怎么给烟头估值的吧！（单位万美元，细微差异为老唐搞四舍五入造成的）

按照公司当时60146 股的总股本计算，每股账面净资产为76.5 元，而巴菲特给的估值是35.6 元。在此基础上，巴菲特最高买入价格为30.25 元，平均买入价28 美元，大体在账面净资产的三到四折之间，为自己所做估值的78% 以下。

这个案例里面，巴菲特几乎是教条般的执行者格雷厄姆“ 市值低于净流动资产的2/3” 买入原则：公司净流动资产约322 万（692-138-232 ），巴菲特最高介入价格30.25×60146=182 万美元，为净流动资产的57% 。上表中折扣一列，喜欢捡烟头的投资者，今天依然可以直接当做模板套用。

比较有思考价值的问题是，只是便宜就可以了吗？好像不是。巴菲特指出：（这家公司）过去十年的经营状况是，销售停滞不前，库存周转缓慢，相对于资金成本而言没有实际利润。

这个评价很有意思的，和前面的地图公司一样，巴菲特看见公司主业正在衰退，但不会马上崩溃（用的词语是停滞不前），同时主业并不消耗公司资本金（能赚回相当于资金利息的利润）。

更重要的是，巴菲特能明显看见主业有改善空间。信中说，公司售后维修销售的配件，和新设备零配件定价一样。巴菲特对此不以为然，他认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为对已售旧设备提供维修零件时，应该制定更高的价格，因为买家没有别的选择，必须购买。

巴菲特看到的定价策略相当准确，想想今天我们自己的汽车维修价格就知道了。记得在哪儿看过数据，汽车零件整车比最高的好像是奔驰。按照奔驰零件定价，买齐一辆新车的全部零件，价格是整车的八到九倍。

巴菲特控股该公司，忍了一段时间后，忍无可忍，炒了原管理层鱿鱼，聘请了新CEO 哈利. 巴特勒。通过哈利. 巴特勒的经营管理，风车公司逐步收回应收账款，将存货（零配件）提高定价变现，然后将现金配置在巴菲特看中的低价证券上。

通过这样的措施，1962 年，风车公司的资产负债表变成这样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

科目	账面价值	折扣率	估值	1961 年值	变动
现金类资产	10	100%	10	21	-11
应收账款	80	85%	68	104	-24
投资	76	100%	83☆	0	+76
预付费用	1	25%	0	8	-7
递延所得税资产	17	100%	17	0	+17
存货	163	60%	98	420	-257
工厂及设备	95	60%	57☆	138	-43
总资产	442		333	692	-250
应付票据	0	100%	0	123	-123
其他负债	35	100%	35	109	-74
总负债	35		35	232	-197
净资产	407		298	460	-53

☆投资估值 83 万美元，为 1962 年 12 月 31 日市值。

☆巴菲特在 1962 年致股东信里，按照预估市场拍卖值，将工程及设备估值为 70 万美元，此处老唐依然按照 1961 年的折扣比例计算。

唐书房

简而言之，就是通过积极回收应收账款、低于账面值变卖存货和设备收回现金（同时产生可抵扣的亏损，增加递延所得税资产），然后将变现所得现金拿来做投资。

通过这些手段，公司的账面净资产虽然从460 万美元降低为407 万美元，缩水约12% ，但使用1961 年同样的折扣率，我们会发现公司的内在价值从214 万增加到了298 万美元，增幅40% ，每股估值也从35.6 元提升到约49 元（摊入给新CEO 股票期权2000 股，30 元的行权价）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1963 年，同样的措施，内在价值提升到每股65 美元。在1963 年年底，通过一次私募收购，巴菲特按照每股80 美元的价格，实现了退出，一共赚了230 万美元。然而，正是这件事情，让巴菲特开始对捡烟头的投资形式产生了反感。

在《巴菲特传：一个美国资本家的成长》里，作者写到：

每个月，巴菲特和忠实的莫内恩都会驱车来到平原上的肮脏小镇比阿特利斯，就像堂• 吉诃德带着自己忠实的侍从桑丘一样。但是，巴菲特并不能完全控制登普斯特尔机械制造厂，它需要一次彻底的整改，不过每天应付鸡毛蒜皮的小事并不是他的特长。

这就像在祖父的巴菲特父子商店里擦水果箱一样让他感到头痛，巴菲特并不喜欢经营事务本身，而是喜欢它们以数字形式形成的一种抽象概念。每个月巴菲特都会让经理人精减开支、减少存货，而他们总是口是心非地答应，然后等巴菲特回到奥马哈之后又把一切都抛到脑后。

……

巴菲特极其反感别人把他叫做“ 破产清算人” ，他发誓自己以后绝对不会再解雇员工了。

在《滚雪球》里，艾丽斯. 施罗德这样表述：

这次经历也让巴菲特知道了自己非常讨厌担任积极投资人的角色。尽管从本次投资中获得了可观的收入，但巴菲特“ 绝对不想” 以后再重复这种销售资产和解雇员工的工作。

当然，习惯不是那么容易改的。虽然巴菲特在1964 年已经开始将视线投向了优秀企业，例如大约以16 倍市盈率购买了困境中的美国运通，但在那之后，巴菲特依然本性难移地捡了不少烟头，继续重复了很多销售资产和解雇员工的工作。

包括今天29 万多美金一股的伯克希尔. 哈撒韦公司，也是捡烟头捡成大股东后，干脆用这个壳来运作投资，警醒自己再也不要去捡烟头—— 虽然伯克希尔. 哈撒韦案例是赚钱的，但巴菲特后期多次公开承认捡伯克希尔. 哈撒韦烟头是个大错误，他说“ 如果我从来没有听说过伯克希尔. 哈撒韦，可能我的情况会更好” 。这是后话，与本案例无关。

我们从这里案例要看到的是，巴菲特捡烟头的条件，跟地图公司一样，由“ 显而易见的低估+ 有改善可能+ 有实现价值的机会或能力” 构成。

① 显而易见的低估，净资产的四折以下；② 主业虽然在衰退，但依然具有造血功能，不会消耗公司现有现金；③ 主业有改善的可能和可信的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

措施；④ 具备让隐藏价值体现的能力，即通过入组董事会，变更管理层，实现主业经营提升及资产的有效配置。

巴菲特在这两个重注的案例中，都是通过炒股炒成控股股东，入主董事会，将低估实现为利润的（并非所有，巴菲特也捡过其他类型的烟头，例如股票换咖啡豆，可转债套利，买进后获利抛出等）。这一条，对于我们大多数人来说，很难做到。那么，我们捡烟头的时候，有想过最终我们看到的“ 低估” ，会通过什么手段或者催化剂来实现吗？—— 这非老唐所长，只提问题，不负责答案……

后记：1966 年1 月，巴菲特投资生涯中，第一次钱比主意多，4400 万美元现金闲置在手，找不到可以吸的烟头，于是宣布不再接受新资金；1967 年10 月，巴菲特给合伙人的信里说：“ 我觉着自己已经跟不上目前的市场形势了” ；1969 年巴菲特告别股市，并于次年解散巴菲特合伙公司（相当于基金清盘）。

以捡烟头为主的10 年里，巴菲特战绩如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

时间	巴菲特合伙公司	道琼斯指数
1957	10.4%	-8.4%
1958	40.9%	38.5%
1959	25.9%	19.9%
1960	22.8%	-6.3%
1961	45.9%	22.2%
1962	13.9%	-7.6%
1963	38.7%	20.6%
1964	27.8%	18.7%
1965	47.2%	14.2%
1966	20.4%	-15.6%
10 年收益	1156%☆	122.9%
投资人	704.2%	122.9%

☆每 1 元初始资本，10 年后变成了 12.56 元，

扣掉巴菲特提成，投资人 1 元变成 8.04 元。



—— 本文案例数据来自《巴菲特致合伙人信》、《巴菲特投资案例集》黄建平、《巴菲特的估值逻辑》陆晔飞、《巴菲特传：一个美国资本家的成长》罗杰. 洛温斯坦、《滚雪球》艾莉斯. 施洛德等书籍资料，谢谢上述作者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20171219 投资应该操心的核心问题

前几天的《口水贴》里，提到方丈参战、引爆热帖的回复，其中一句“ 操心别人挣钱亏钱，没有任何效益” 引发老唐想到个问题：投资者在市场里生存，该操心的核心问题是什么？

每天都有人操心涨跌停板、天量地量，每天都有人关心大盘牛熊、世界经济，每天都有无数的媒体大V 讨论某题材的风生水起，每天都有人开心于今天赚了5% 或痛苦于割了3%…… 这无数的参与者，构成了资本市场热闹非凡的大舞台。

然而，这些通通是“ 没有任何效益” 的操心。将时间投入到这些涨涨跌跌之中，是对生命的浪费，对智慧的侮辱，对家庭的不负责。在老唐看来，一个人进入股市，只要真正想清楚以下四个问题，就完全可以彻底摆脱亏损，剩下的只有赚多和赚少的区别：

第一，首先要明白，货币是一种财富，但却是最糟糕的财富。

除非迫不得已，否则绝不能让我们用劳动（体力劳动或智力劳动）辛苦换来的财富，以货币形式存在。原因很简单，货币本身（无论是纸质的还是电子的），不产生任何价值，且每天24 小时1440 分钟86400 秒都有人不停的从你的账户上偷走它。

这个应该不难理解。以我朝为例，仅本世纪内，货币总量（M2 ）就从2000 年初的11.99 万亿，扩张到2016 年底的155 万亿。这个扩张100% 确定会陪伴你我一生，原因复杂，与本文无关，不扯也罢。

货币只是我们交换投资品的中介。在《散打投资1 》里老唐介绍过，投资品分为三大类：现金等价物（存款、货币基金、债券等）、自身不产生收入的投机品（黄金、艺术品、收藏品、古董等）、以及具有生产力的资产。投资者需要建立的第一个重要观念就是：不要老想着落袋为安，将资产换成现金等价物。相反，应该尽最大努力，降低持有现金等价物的数量。

无论是逻辑推理，还是历史数据，都已证明了股权的长期回报率优于现金等价物。股权作为公司偿付完全部债务后的剩余价值清算权凭证，在利益保障上比债权靠后，承担了比债权更高的风险，市场必然（也必须）要给股权资产风险补偿溢价，才能导致逐利的资本配置股权资产。这是股权资产长期回报率高于债权资产的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

无数严谨的学术研究，证明过股权的回报率远高于债权，全球均是如此。1900 到2000 的百年间，无论是在两次世界大战中战败的德意志、置身事外的美利坚，或是其他国家，1 元钱投资股权和投资债券，百年后财富差异都大的吓人。例如德国，这差异是10434.9/14.5 ，美国是18630/103.4 。如果要想更真切的感受这个结论，可以看看伦敦商学院出版的《投资收益百年史》或者杰. 西格尔教授的名著《股市长线法宝》和《投资者的未来》。

理解了这点，你自然就会远离那些似是而非的投资顺口溜，例如什么“ 现金为王、落袋为安” 、“ 会买的是徒弟，会卖的师傅” 等等，也就更容易理解大师所言“ 我喜欢的持股期限是永远” 。

第二，放弃对股市短期波动的考虑，着眼于长期回报的思考。

无数顶级大师用他们的智慧和实践，已经给你我证明了资本市场短期价格波动是无规则布朗运动。数百年来，没有任何可信证据，证明资本市场里有人依靠掌握价格短期波动秘密成为巨富。

事实上，头脑风暴一下，很容易想通此事的荒谬：如果一个人能发现短期价格波动的秘诀，那么全球股市、期市、汇市就会成为他的提款机。以1 万美金起步，一天哪怕只赚3% ，691 天后，财富值就可以超过2016 年全球GDP 总和，可以买下全球70 亿人一年产出的全部商品和服务。这么荒诞的事情，越努力只会越悲伤。戒了它，你就成功了一半。

如果依赖对历史价格数据的观察、学习、统计和计算能够获利，那运算能力无比巨大的阿尔法狗和阿尔法零，就不需要去通过围棋证明自己。这世界有什么地方的数据量能比资本市场价格数据更大更详细？有什么地方数据能够这样直接干脆地产生利润？明白这个，我们就要将短线炒作获利视同制造永动机，放弃快速致富的“ 邪念” 。

股市不能解决你明天买肾叉的问题，不能解决你下半年换车的问题，甚至也不能解决你明年买房的问题。如果你是上帝赐光、活佛摩顶、观音加持的幸运儿，去赌场或者买彩票兑现速度更快。反之，长期年化收益率还是寄托在10%~25% 之间比较现实。

这个收益率下，股市真正的作用，是解决你入市二三十年后的问题。比如你今年30 岁，有30 万本金，每年还能从工资奖金等其他收入中再拿出3 万投入股市，财富变化将会如下表：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

30 岁 30 万	参照回报 4%	10%	15%	20%	25%
40 岁	77 万	122 万	179 万	260 万	376 万
50 岁	152 万	370 万	795 万	1707 万	3628 万
60 岁	262 万	1014 万	3288 万	1.1 亿	3.4 亿
70 岁	426 万	2682 万	1.3 亿	6.6 亿	31.6 亿
80 岁	668 万	7010 万	5.4 亿	40.9 亿	294.3 亿
90 岁	1026 万	1.8 亿	21.9 亿	253.6 亿	2741 亿
100 岁	1557 万	4.7 亿	88.7 亿	1570 亿	25529 亿

对照这张表，再看看巴菲特身家854 亿美元，看看巴菲特的年龄87 岁。什么感觉？似乎也没有那么高不可攀，对吧？

明白了这张表，也就明白了巴菲特被问到“ 你的投资体系这么简单，为什么你是全世界第二富有的人，别人不做和你一样的事情？” 时给的答案：“ 因为没人愿意慢慢地变富” 。慢慢来比较快梁静茹 – 情歌没有告诉你

第三，理解决定投资回报率的两大因素。

除了现金等价物以外，我们可以投资的还有两大类：具有生产力的资产和自身不产生收入的投机品。前者由资产本身产生的收入大小和市场情绪两者共同决定价格，后者则仅由市场情绪决定。

市场情绪是市场数以万计的参与者情绪叠加结果。每个人都影响这个叠加结果，同时又被这个叠加结果所影响，构成一个无解死循环。同床共枕的爱人或者血脉相连的儿女，我们都很难保证随时猜中他们想什么，更别说千千万万陌生人了。

牛顿那句著名的“ 我可以计算出天体运行的轨迹，却无法预测人性的疯狂” ，表达的就是：别人的心思很难猜，你猜来猜去也猜不明白，不知道她为什么掉眼泪，也不知道她为什么笑开怀（唱）……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

情绪这东西，波动幅度很难确定，但有一点却是可以确定的：它会如钟摆一样，周期性地从这边摆向那边，中点就是市场无风险回报率。

所谓无风险回报率，通常我们用政局稳定国家的长期国债利率水平确定（例如10 年期国债）。当前我国10 年期国债利率水平大约是4% 。4% 的收益率换成习惯估值术语就是25 倍市盈率（收益率= 收入/ 本金，市盈率=1/ 收益率）。

当人们情绪乐观的时候，会看好国家经济，高估企业未来所能赚到的利润，就会给出高于25 倍市盈率的估值。

此出价代表着金主的发言：某股权虽然今年只产生3 元净利润，但是，由于预期企业盈利能力会变得更好，明年会赚5 元，后年会赚7 元，总和下来比每年4 元的国债收入高。因此，值得我支付100 元甚至更高的价格去买。

反之，情绪悲观的时候，对于赚4 元的股权，有可能只愿意花50 元去买，因为认为它明年后年连4 元也赚不到。

这就是市场规律，不深奥也不简单，既有确定性也有难以预测环节。难以预测的是钟摆的两个高点究竟能偏离中点多远，可以确定的是钟摆一定会再次经过中点。

在千年不变的恐惧和贪婪下，市场情绪总是周而复始的摆来摆去，因此，企业盈利水平就成了驱动投资回报率长期变化的决定性因素。

被巴菲特誉为西海岸哲学家的查理. 芒格说过：从长期看来，一只股票的回报率与企业发展息息相关。如果一家企业40 年的净资产收益率（Roe ）一直是6% ，那40 年后你的年化收益率不会和6% 有什么区别，即使当初你买的是便宜货。如果企业的净资产收益率一直是18% ，即使你当时出价较高，其回报依然会让你满意。

这段话，有点反直觉，似乎买价高低，与回报关系不大，与许多知名投资者强调的“ 关键是买的便宜” ，有巨大的冲突。

正好，雪球编程浪子兄上个月列表算过一笔细账，数据计算的结论是：投资时间越长，Roe 的影响权重越大，估值变化影响权重越小，收益越接近Roe 。基本上40 年后，估值变化的影响就忽略不计了，收益大约等于Roe 。老查理没骗人，数据推算比直觉靠谱。具体数据，感兴趣的朋友可以上雪球搜索@ 编程浪子的《要质量还是要便宜？》一文。

在对和贵之间，如何选，给谁更多权重？这是价值投资群体争论比较厉害的话题。截止目前，老唐个人的看法，更偏向于首先考虑是否买对，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

其次才是考虑是否买贵。选择对错是生死问题，而便宜贵贱却可以被时间治愈。

在这种考虑之下，公司实际上可以用好坏和贵贱分出一个九宫格：

	便宜	昂贵	分不清
好公司	1	2	3
看不懂	4	5	6
烂公司	7	8	9

总体来说，好公司+ 便宜的1 类是印钞机，2 和3 是备选印钞机。456 是学习对象，89 一脚踢开，7 是争议比较大的投资领域，老唐个人建议尽量不碰。

什么是好公司呢？企业未来会继续赚到更多钱的公司就是好公司，它也可以分为两大类：① 历史数据很赚钱，未来照样会很赚钱；② 历史数据虽然不赚钱，但未来会很赚钱。鉴于研判未来难度相对较高，我个人更偏向从历史数据很赚钱的公司当中寻找投资对象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20171224 巴菲特最糟糕的一次投资

巴菲特最糟糕的一次投资（上）

成功的投资都是相似的，失败的则各有各的失败。投资领域里，很多成功其实是不能复制的，因为它或许是正确决策的结果，也或许只是运气的结果。无法进实验室重复测试的事情，谁知道哪个因素的成分更大呢？

所以，被巴菲特称为“ 西海岸哲学家” 的查理. 芒格有句非常著名的语录，虽然很多人都认可这句话，但实际上它的地位往往还是被低估了，那就是： 反过来想，总是反过来想 。

查理. 芒格还用了一个农夫谚语来阐述这个重要思想，谚语说： 我只想知道将来我会死在什么地方，这样我就永远不会去那儿了 。

想知道人生如何得到幸福，首先研究怎么样才能变得痛苦；想知道企业如何能够做强做大，先了解企业是如何走向衰败的；想知道如何在股市投资上成功，首先要了解怎样会导致失败。

躲开越多导致投资失败的因素，获取成功的概率越大。躲开了所有能够导致失败的因素，想不成功也没有可能 。

所以，芒格特别喜欢收集和研究关于各种各样的人物、各行各业的企业以及政府管治、学术研究等各领域中的著名失败案例，并把那些失败的原因排列成正确决策的检查清单—— 真是个值得学习的好习惯。

中国有句俗语叫“ 吃一堑，长一智” ，很不错。但如果“ 长一智” 不用“ 吃一堑” ，岂不更好？观摩他人失败案例，那就是“ 看别人吃一堑，让自己长一智” 的事儿。

但很可惜，现实里，投资成功的案例满天飞，经常听到某某翻几倍，某某赚了几十倍，失败案例的细节剖析却少之又少。尤其是投资大师的失败案例，更是被有意无意的忽略。

今天，老唐来记录和剖析一下股神巴菲特最糟糕的一次投资：投资伯克希尔. 哈撒韦公司。这个“ 最糟糕” 可不是老唐给扣的帽子，不仅巴菲特本人多次公开承认这个决策是错误的，而且在1998 年的一次公开访谈上，经由比尔. 盖茨的口，强调了它是“ 最糟糕的” 。

盖茨的原话：“ 在今天早晨用早餐时，我和沃伦还在讨论哪个投资决策是他所做过的最糟糕的。这不是件容易的事情，不过，我们最终还是根

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

据一些衡量标准确定，买下伯克希尔. 哈撒韦公司，可能是最不理想的一个。”

那么，伯克希尔公司当时是个什么情况？是什么勾引投资奇才巴菲特打开了腰包？最后又是什么因素导致巴菲特将其归为最糟糕的一次投资？我们又能从这个案例中学习到哪些经验和教训呢？且听老唐一一道来。

伯克希尔. 哈撒韦公司由两家纺织企业合并而来，一家叫伯克希尔，创建于1806 年，期间也经历过几次合并，但创始人菜丝家族的后人一直到巴菲特介入时，还是公司董事会成员；另一家叫哈撒韦，创建于1888 年，以“ 华尔街女巫” 绰号出名的，当时全美国最富有、最令人讨厌的女人亨丽埃塔. 格林，是哈撒韦最早的创建人之一。

两家公司早在二战之前都已经规模巨大，但他们真正的发迹，是为第二次世界大战生产降落伞布料，当然，还有雨布蚊帐等其他军需品。伯克希尔公司的老CEO 曾回忆过这段历史：

二战爆发时，军方将全国的纺织品企业召集起来开会，想委托各家企业开发生产尼龙降落伞布料。由于大家对这种尼龙布的生产都没有经验，对于是否接受这个订单都显得犹豫不决。

政府官员一家一家点名让企业自己申报，大部分企业都表示愿意生产，但基本上承担的数量都在2.5 万码的左右。当轮到伯克希尔的时候，伯克希尔公司报出300 万码的承接意向，并最终接受了500 万码生产任务。

就这样，伯克希尔和哈撒韦公司，都在二战军需生产中发展壮大。到1948 年，两家公司拥有十几家工厂，雇佣了约1 万名员工，当年净利润180 万美元，而著名的IBM ，1948 年收入不过280 万美元。

1955 年，伯克希尔和哈撒韦合并，合并后的伯克希尔. 哈撒韦公司堪称纺织界巨无霸，下属14 家工厂，超过1.2 万名工人，年销售额1.12 亿美元，公司净资产5545 万美元。为全美提供着时装面料、西服面料、窗帘布料、衬衫、床单、手绢、衬裙等产品布料。

—— 顺手记录个趣闻：伯克希尔. 哈撒韦公司董事长马尔科姆. 菜丝，有个侄子叫尼古拉斯. 布雷迪，后来在老布什任内担任美国财政部长，并提出过著名的布雷迪计划。布雷迪1954 年从哈佛商学院毕业时的毕业论文，就分析的伯克希尔公司。结论是前景不乐观，他自己也迅速卖掉了持有的伯克希尔公司股票。

伯克希尔. 哈撒韦公司的CEO 是原来哈撒韦公司的CEO 洗玻璃. 斯坦顿，这是个企业经营狂热分子，对于投资回报率问题思考不足。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

他不断地往纺织厂投入资金，提升更先进的设备。然而面对同质化明显的纺织品，投入下去的新设备，确实提升了生产效率，却不得不在竞争中通过降价手段补贴了消费者，股东没有从中捞到什么好—— 竞争是消费者的福利，却是投资者的天敌。

在二战结束后的军转民不适期内，虽然前后经过了上千万美元的资本再投入，1962 年，伯克希尔. 哈撒韦公司连续第九年亏损，年度净利润是-215 万美元。

就在这年底，1930 股市大崩溃中风暴降生、本杰明. 格雷厄姆亲传弟子、原教旨主义价值投资者、免费烟蒂爱好者、大盘6 年升幅61% 同期基金净值净赚3 倍的高手、连续6 年保持不亏者、管理着720 万美元其中100 万美元属于自己的高富帅—— 沃伦. 巴菲特，开始买入伯克希尔. 哈撒韦公司的股票，最初的买入价格是7.6 美元/ 股。

最初，这笔买入没有什么出奇之处，就和巴菲特捡到的其他烟蒂一样，准备免费抽两口然后卖掉它。少量买入的原因很简单，公司每股净营运资本16.5 美元（老唐注：净运营资本= 流动资产- 流动负债），7.6 美元的股价，不到净营运资本的5 折，典型的格派烟蒂。

按照祖师爷所传九阴真经秘诀“ 购买股价低于每股净营运资本2/3 的股票 ” ，巴菲特悄悄买成伯克希尔公司的最大股东—— 但还不是控股股东。

截至此时，巴菲特并没有入主伯克希尔的意图，他只是打算拿上几年，等待价值回归的时候卖掉它。所以，他并没有对外披露自己是第一大股东的秘密，而是另外找了个朋友作为第一大股东代表进入伯克希尔董事会。

期间，巴菲特去参观了一次伯克希尔，看看自己究竟买下来些什么东东。当时的财务总监杰克给了巴菲特一份伯克希尔过去四十多年的财务数据表，然后安排副总啃. 菜丝陪这位年轻的百万富翁下车间参观。

这或许是杰克犯下的一个大错。此处插播人物关系：杰克是公司CEO 洗玻璃的儿子，是洗总培养的公司接班人，毕业于哈佛大学，此时担任公司财务总监。

但是，洗玻璃总的亲弟弟不看好杰克，公司董事长马尔科姆. 菜丝也不看好杰克。他俩看好的人选就是这位副总啃. 菜丝。不过呢，这位啃菜丝和董事长马. 菜丝并无任何亲属关系，只是恰好都姓菜丝而已。

啃. 菜丝陪逛工厂的时候，巴菲特看啥都稀奇，问个不停。很多年以后，啃. 菜丝回忆说：“ 沃伦. 巴菲特一直问个不停，关于营销的，关于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

机器的，关于我认为应该采用什么策略，公司该怎样发展，我们目前销售的是什么产品，主要销售对象是谁…… 对每个细节他都刨根问底 ” 。—— 看看人家这调研，赞。

秋去冬来，转眼到了1964 年，洗玻璃总为了稳固家族地位（还记得吗？他弟弟和董事长老菜丝都不看好他儿子接班），准备增持公司股份。经牙人撮合，巴菲特答应把手上的持股卖给洗总。俩人会面后，相谈甚欢，握手达成一致意见：11.5 美元/ 股（关于怎么算出来这个估值，下一篇里给数据和过程），巴菲特把手头持股悉数卖给洗玻璃总。

小巴屁颠屁颠地回家了。估计路上已经把利润算了7 遍，美滋滋地盘算这笔钱再拿去买什么股票，然后鸡生蛋蛋生鸡最终遍地老母鸡。

如果此事到此结束，这笔投资就是一次烟蒂投资的胜利，早就不痛不痒地被淹没在巴神一个又一个成功案例中，“ 最糟糕” 也就无从谈起了。

然而，历史由无数偶然组成。三个星期后，小巴收到了洗玻璃总的正式文件。纳尼？每股11.125 美元？

年少多金高智商、一生把信誉看的比命重的小巴勃然大怒：洗总，你太不讲江湖规矩。咱们这个层次的人，一个唾沫一个钉，说好的11.5 美元/ 股，你居然每股克扣我三毛七分五，婶可忍叔不可忍！不卖了。不但不卖，我要收购公司，让你和你的宝贝儿子一起滚蛋。

巴菲特最糟糕的一次投资（中）

昨天说到，沃伦巴菲特和伯克希尔公司洗玻璃总达成口头协议，以每股11.5 美元的价格将全部持股卖给洗总。然而三周后，巴菲特收到洗总的正式合约，价格写的是11.125 美元。巴菲特“ 冲冠一怒三毛七分五” ，打算收购伯克希尔. 哈撒韦，赶走洗玻璃父子。

不过呢，理智如巴神，也不见的真是就为那三毛七分五。前面说了，小巴看了杰克给的公司40 多年的财务数据，再加上又和啃. 菜丝深入沟通过，恐怕内心还是觉得这公司可以搞一搞。

1964 年的伯克希尔. 哈撒韦财报是个什么样子呢？老唐将其简化为下表（单位万美元，有四舍五入）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资产		负债及权益	
现金	92	应付票据	250
应收账款	745	应付账款	210
存货	1169	应付工资税款社保	115
预付保险、税款等	19		
流动资产合计	2025	流动负债合计	575
土地、建筑、设备	757①		
其他	7		
非流动资产合计	764	股东权益②	2214
资产总计	2789	负债及股东权益	2789

①原值 3363 万，累计折旧 2185 万，计提资产减值 421 万，账面净值 757 万。唐书房

②经过公司回购，流通股降低为 1137778 股，每股净资产约 19.45 美元。

每股净营运资本约12.75 美元，每股净资产约19.45 美元。按照12 月2 日书房推送的《 经典烟头案例拆解 》里巴菲特的惯用估值手法（还记得那张给风车公司估值的表格吗？），按照现金及债务100% ，应收85% ，预付25% ，存货、工厂和设备一律60% 的估值比例算， 公司估值约1290 万美元，每股约11.35 美元 。

巧吗？洗玻璃和小巴的讨价还价中枢可能就是这么算出来的。小巴觉着每股值11.35 元，自己卖个11.5 元，多一毛五，挺美。可是洗总后来不认账，将出价降低到11.125 美元，比小巴心中的合理估值少两毛二分五。

这不仅是钱的问题，还是信用的问题，甚至是对智商的鄙视，你下浮的比咱上浮的还多，非要表示比咱聪明是不是？

高富帅沃伦. 巴菲特刚刚吃过一个几乎一模一样的甜头：风车公司通过更换能够精明处置资产的CEO ，资金回收比估值时情况更好，让1963 年底的巴菲特大赚了一笔。

都是行业衰落，都是还能产生一定的现金流，都是可以通过处理设备和存货回笼现金…… 此时，参观车间时啃. 菜丝谈到的那些改善措施，一定已经浮现于小巴的脑海中。

吃下这家公司，让洗玻璃父子滚蛋，换啃. 菜丝上场，通过变卖存货设备厂房等，变出现金，回收现金的同时，会产生账面亏损（行业下行，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

相关资产必然低价才能抛出），减少公司盈利时的应纳税所得数额，使自己能够掌控的资金比实际报表利润更多。

同时，主营业务也可以让啃. 菜丝做一些改善。1964 年，行业环境发生变化，美国政府通过一项立法，立法内容简单说就是管制棉花价格到1970 年7 月31 日。该法案降低了公司采购成本，伯克希尔. 哈撒韦1964 年终于扭亏为盈，当年获得净利润12.6 万美元

—— 即便如此，巴菲特也相当于买进的是一只市盈率100 多倍的st 股。今后再听到说巴菲特从来不买高市盈率股票的人云亦云，你可以嗤之以鼻了。

由于公司连续多年亏损，账面上积累了一大笔可以抵扣未来税收的亏损（在一定年限里，年度盈利可以先减去历史亏损后再计算应缴所得税）。

这样，即便公司在换啃. 菜丝上台后，采用陪同参观时吹嘘的那些改进措施，导致公司盈利继续增加，税收负担也会大大减轻—— 要注意哦，美帝那时的所得税高的吓人，超过40% （昨天，特朗普总统刚刚签署了减税法案，美帝企业所得税将从目前的35% 降低为20% ）。

这里，必须要提一个关键点，即便是前期的亏损期，公司的产品销售，也是有毛利的。只是因为机器设备厂房等固定资产的折旧比较高，算下来报表净利润为负。

这点和今天国投电力控股的大部分火电厂类似，如果成本里不计算发电机组和厂房等固定资产折旧，仅仅卖电收入减去买煤人工管理等直接成本，还是有现金净收入的。

比如1964 年，营业收入4998 万美元（比起顶峰时期已经腰斩有余），营业成本4738 万，毛利润260 万美元，毛利率5.2% 。最终只有12.6 万美元的净利润，是因为成本里算了约145 万美元的折旧摊销和资产减值计提。

这些折旧摊销和减值，已经由公司在以前购置设备时，一次性支出了。如果巴菲特此刻收购了伯克希尔，且不准备继续投资更新设备的话，实际上1964 年产生的可供动用现金就可以大约视为145+12.6 万美元。

可能有些朋友不是很理解这个报表利润和现金流之间的关系，老唐举个简单例子：就好比你花了36.5 万买辆车跑滴滴，假设日常成本就只有汽油一项，忽略保险保养人工停车等其他费用。再假设你记账的会计政策是10 年报废，残值为0 ，那么你的利润表上每天就会记录100 元的折旧费支出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果今天出车，扣除油钱后有80 元剩余，那么你的报表利润就是-20 元，但产生了80 元的现金收入。如果不出车，现金收入为0 ，报表利润为-100 元。

这里还有个跟本文无关，但跟火电公司有关的小秘诀：如果将会计政策修改为按里程报废，比如36.5 万公里报废，残值为0 。那么，今天不出车，没有耗油，就没有亏损，报表净利润就从-100 元，变成0 元了。

今天出车了，产生80 元现金收入不变，但报表利润却可能因里程不同而不同，跑了40 公里挣的这80 ，则报表利润为40 元。如果跑了100 公里挣的这80 ，则报表利润为-20 元。

目前火电公司的发电机组就有上述两种会计政策，一种按年限折旧，一种按发电量折旧。采用不同的会计政策，就可以导致不同的利润表数字。所以，仅仅看净利润是不足以支撑投资决策的，要看利润是怎么来的—— 这是临时插的闲话，继续回到高富帅小巴。

买下伯克希尔. 哈撒韦，即惩罚了不讲江湖规矩的交易对手，又能通过和风车公司一模一样的手法，改善主营业务经营水平，提升盈利，同时变卖存货和固定资产，回笼现金。通过历史累积亏损，减少应缴税收，将创造的现金流投入到其他股票中去—— 这熟悉的配方，熟悉的味道，巴菲特能不心动吗？

说干就干，巴菲特不仅在市场上继续买入伯克希尔. 哈撒韦股票，同时也分别找了对洗玻璃总不满的马. 菜丝董事长和洗总的弟弟，要收购他们的股权。

菜丝董事长自己的持股不想出售，但家族当中部分持股者，把股票卖给了巴菲特。而洗总弟弟则清仓式减持，悉数售出。巴菲特取得了伯克希尔的控股权，平均买入成本14.86 美元/ 股。

1965 年5 月10 日，巴菲特正式接管伯克希尔. 哈撒韦公司，洗玻璃总和他的儿子杰克扫地出门。高富帅扬眉吐气，报了被戏耍的仇恨。就这么一个偶然的事件，诞生了今天股价超过30 万美元的不朽传奇。

对了，巴菲特入主这天，伯克希尔. 哈撒韦股价为18 美元。52 年后，变成今天的30 万美元（52 年里，伯克希尔只在1967 年分了一次红，每股分红0.1 美元，可以忽略），当年如果持有1000 股，呆坐至今价值3 亿美元，年化收益率约20.6% 。

真有很多呆坐的，大部分都是沃伦. 巴菲特的街坊邻居同学朋友和亲戚。所以奥马哈城市虽小，亿万富翁一大把，一堆老头老太太晚年的主要事业就是到处捐钱做慈善。记得有个老头面对记者的时候说：“ 我生命里

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

最重要的三个人是上帝、沃伦和我妻子，不过我不太确定前两位的重要性排序。”

在董事长家族和洗总弟弟的配合下，不满35 周岁的巴菲特，直接间接投入了约1030 万美元，控制了公司近70% 股权，成为了伯克希尔公司的实际掌控人，曾经陪巴菲特参观工厂的啃. 菜丝被任命为公司CEO 。

其实，啃. 菜丝在1965 年初已经灰心丧气，开始找竞争对手工厂去应聘了。那时还在秘密收集筹码的巴菲特，通过中间人约啃. 菜丝在一个小公园里见了面。巴菲特给自己和菜丝各买了一个奶油冰激凌，然后单刀直入的问：“ 我想让你出任伯克希尔. 哈撒韦公司的CEO ，你意下如何？”

虽然啃. 菜丝比巴菲特年长14 岁，但据说天下武功、唯富不破。不到10 分钟，会面结束，48 岁的啃. 菜丝被34 岁的高富帅气场打晕，懵懵懂懂地就接下了这份offer ，开始一边默默打工，一边规划自己上位后，如何做大做强伯克希尔. 哈撒韦……

1965 年，伯克希尔. 哈撒韦的经营情况持续有改观，当年实现营业收入4930 万，微降68 万；但减去营业成本后，有682 万毛利润，相比1964 年260 万毛利润而言，大增162% ；公司净利润则同比增长超过1700% ，达到228 万美元，革命形势一片大好。

1965 年的大好形势怎么来的？为什么革命形势一片大好的一笔投资，却被当事人归为人生最糟糕的一次决策呢？咱们继续看下篇……

巴菲特最糟糕的一次投资（下）

上回说到，巴菲特1965 年5 月10 日入主伯克希尔. 哈撒韦公司，赶走洗玻璃总父子，聘请啃. 菜丝担任公司CEO 。当年实现营业收入4930 万，微降68 万；减去营业成本后，有682 万毛利润，相比1964 年260 万毛利润而言，大增162% ；公司净利润则同比增长超过1700% ，达到228 万美元，革命形势一片大好。

这样高达1700% 的净利润高增长，在我天朝股市，不炒它十个八个涨停板，你都不好意思跟人打招呼。然而，对于巴菲特而言，这却是他最糟糕的一次投资决策。他为什么这么说？

让我们先看1965 年的公司财报（单位万美元，有四舍五入）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资产	1964年	1965年	负债及权益	1964年	1965年
现金	92	368③	应付票据	250	0
应收账款	745	742	应付账款	210	258
存货	1169	1028	应付工资税款社保	115	112
预付保险、税款等	19	20			
流动资产合计	2025	2158	流动负债合计	575	370
土地、建筑、设备	757①	662④			
其他	7	3			
非流动资产合计	764	665	股东权益②	2214	2453
资产总计	2789	2823	负债及股东权益	2789	2823

①原值3363万，累计折旧2185万，计提资产减值421万，账面净值757万。
②经过公司回购，流通股降低为1137778股，每股净资产约19.45美元。
③包含现金78万美元，证券290万美元；
④原值2802万美元，累计折旧1959万美元，计提资产减值181万美元，账面净值662万美元。

唐书房

透过这份资产负债表，我们能清晰的看到1965 年公司主要工作就是：消耗了账面成本为141 万（1169-1028 ）的存货，打折卖掉了账面原值561 万（3363-2802 ）的固定资产，加上当年经营所得，然后又增加了对上游供货商的拖欠约48 万美元。这些捣腾换来的金钱，主要去向两大块，一是还掉应付票据250 万，二是增加现金及证券276 万美元。

也就是说，在巴菲特和啃. 菜丝的努力下，这个烟蒂，在1965 年榨出了约526 万美元的现金。假如巴菲特继续维持250 万应付票据的规模，那么就意味着，1965 年，公司从存货和固定资产里，挤出来可用于投资的资金有526 万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特控股伯克希尔. 哈撒韦，一共投资了1030 万美元，入主第一年，从公司挤出526 万美元的现金（其中250 万美元被用于归还公司债务，具体考量不知，但想必一定有他的性价比计算），公司还有账面值1690 万（1028+662 ）的存货和固定资产，以及742 万应收账款。

如果1966 年，巴菲特和菜丝能够把存货、固定资产和应收账款分别按照巴菲特估值时模拟的折扣60% 、60% 和85% 收回现金，那么累计可收回现金1645 万美元。

1645 万可能收回的现金，加上手头已有的368 万现金及证券，然后归还负债370 万，能够结余约1643 万美元，按照巴菲特控股比例约70% 计算，可得1150 万美元。相比投入的1030 万美元，可获利约11.7% ，投资周期从1962 年持续到1966 年底。

妈蛋！估计巴菲特拿到这份报表，算完这笔帐，自己也傻眼了。如果自己不是在冲冠一怒后高价加仓，直接将成本拉高50% 以上，这个回收率好歹还有赚—— 找不到巴菲特和洗总洽谈前的平均买入成本数据，但推测上应该低于10 美元，毕竟最初的买入是从7.6 开始的。若整体均价高于10美元，巴菲特应该不会愉快地作价11.5 准备抛给洗总。

现在如果处置结果符合预期，能保本（如果资金按银行利息计算成本，是否能保本还是疑问）。想赚钱，一方面寄托于行业持续复苏，一方面要寄托于啨. 菜丝能够将存货和固定资产变卖出更高价格。一旦这两点之一或全部落空，哪怕是大崩溃风暴降生、本杰明. 格雷厄姆亲传弟子照样丢老师的脸，赔钱出门。

此时，说不定洗玻璃父子已经花生瓜子矿泉水强势围观，少不了发朋友圈嘲笑那个少年得志的大个子：别以为会炒个破股，能破天了。咱老洗给了你赢钱出门的机会，你非要不知死活自撞南墙！

在我们理清楚巴菲特面临的困境时，可以想象或许巴菲特内心已经扇了自己24 个大嘴巴。冲动是魔鬼啊，冲动是魔鬼，冲动是魔鬼啊！如果说不是老天让缘分把我捉弄，想到你我就不会那么心痛，就把你忘记吧，应该把你忘了，这是对冲动最好的惩罚~~

在他终于彻底摆脱伯克希尔纺织业务后，说过这样一段话，表达的就是这种悔意：“ 就这样我买入了烟蒂，而且我努力抽着。你沿着街道走，也许也会碰到一个烟蒂，它湿漉漉的让人很恶心，你避开了。可这是不要钱的，也许还剩下最后一口。1965 年的伯克希尔• 哈撒韦，就这样剩下湿漉漉的烟蒂含在我嘴里。我的很多钱都套在这个烟蒂里。如果我从来都没听说过伯克希尔• 哈撒韦，可能我的情况会更好。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但股神不甘心啊！他不仅借给啃. 菜丝1.8 万美元让他买进1000 股（要是啃. 菜丝能呆坐几十年，肉丝鲍鱼小龙虾随便啃。就是不知道坐住没有），实施利益捆绑。还持续给啃. 菜丝灌输投资回报率的概念，让啃. 菜丝加紧回笼资金，尽最大努力抵抗纺织部门更新设备或并购对手的要求，尽可能利用存货，尽可能抛售厂房设备土地，不断回笼现金……

同时，巴菲特找一切机会，想把公司控股权出手，甚至还意图卖给老朋友查理. 芒格以及桑迪· 戈特斯曼—— 他们三人后来合伙成立了一家叫多元零售的公司，巴菲特持股80% ，芒格和戈特斯曼各持10% 。

然而，芒格这种老狐狸怎么会上当，那口型绝对是标准的F**K—No ！芒格用他那特有的调侃腔调说到：“ 买它就像一个人买游艇一样，有两天高兴的日子，一个是买的那天，一个是卖的那天 ” 。哈哈哈哈 ……

就这样，巴菲特深陷于纺织品生意，不断地卖工厂，卖设备，出租厂房，解雇工人，期间偶尔还因为听信管理层的规划，增加了投入，搞过并购： “ 为了达到持续的盈利能力，啃. 菜丝他们更新了产品线、机器配置和销售布局。我们还进行了一次重要的收购，沃姆贝克纺织厂，希望能够产生重要的协同作用。但最终一无所获，我一定是犯了没有尽早退出的错误。 ”—— 重新唱：就把你忘记吧，应该把你忘了，这是对冲动最好的惩罚~~

实际上，两个经理人都挺优秀的—— 巴菲特评价的原话：“ 我们100% 的确定，啃. 菜丝和他的继任者加力都是优秀的经理，每一点都与我们获利更多公司的经理一样好 ” ，然而即便有优秀的经理，伯克希尔却和巴菲特接手之前的状态一样，“ 在过去的9 年中（指1955 到1964 年）伯克谢尔. 哈撒韦总计5.3 亿美元的销售收入产生了超过1000 万美元的亏损。我们不时地报告转机，最终结果却总是进一步，退两步。 ”

经此一役，善于思考的巴菲特总结出： 当声名显赫的管理者遇到声名狼藉的夕阳产业时，往往是后者的名气得到延续。你划一条怎样的船，比你怎样去划船更重要。

至于那位说话尖锐的哲学家，直接干脆说“ 你把葡萄干和屎混在一起，得到的只能是屎” ，来解释 优秀的管理者遇到竞争劣势企业照样无能为力 的现象—— 这个 首选船，次选船长 的投资理念，改变了巴菲特后期的投资体系，并为其创造出巨额财富和踢踏舞般快乐的生活。

巴菲特卖家当、解雇工人，维持纺织业最小限度的运营，一直到1984 年圣诞节前，公司用光了所有原材料，交付了所有订单，卖光了所有设备，终于停止了运行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特后来回忆，自己买入的时候，认为“ 我们用远低于营运资本的价格买下了伯克希尔. 哈撒韦，实际上我们几乎一分钱没有花就获得了大量的机械和房地产。我以为即使出现最坏的结果，我也能够卖出高一点的价钱，并能够用所卖资金购买其他的生意 ” 。

然而，最终结果正如他1998 年说的“ 不管你相信与否，伯克希尔公司本身就是一个错误。我们之所以买下这个公司，就像20 世纪60 年代早期多数投资一样，从统计数字上看价格很便宜。在前10 年，它几乎没有一点儿盈利，相反，在10 年的时间里公司的净亏损却在不断的增加。最终，我们以远远低于营运资本的价格卖出。 ”

低于营运资本买进来，以为捡了大便宜。苦苦挣扎之后，最终仍然以远远低于营运资本的价格卖出去 。

免费获得的机械，卖出去的时候也基本近于免费。1985 年巴菲特关闭纺织生意时，原来花1200 万美元买来的机械，以不足20 万美元的价格卖掉了。几年前花5000 美元买的新织机，卖出时每台售价26 美元，还不够支付运走它们的运费。有点收获的也就是场地了，巴菲特把它腾空租了出去……

伯克希尔. 哈撒韦是股神极少数的赔钱案例之一，巴菲特后来忏悔到“ 我们陷入可怕的商业陷阱，因为它的价格很便宜。…… 我以为自己是美丽的公主，约会过几只癞蛤蟆，它们都是很便宜的约会—— 我从来不是个大方的人—— 但我的结局同那些高价追求癞蛤蟆的收购一样，我吻了它们，但它们还是癞蛤蟆……

我知道纺织业是一门很难做的生意，当时我或者是傲慢自大，或者是天真无知。现在我吸取了很多教训。但是我真的非常希望我从别的什么地方得到这些教训 ”—— 啊，多么痛的领悟，你曾是我的全部，现在我只想挣脱你的枷锁，让资本不再受束缚！

幸运的是，巴菲特没有将伯克希尔挤出的现金，重新投入到纺织品生意中去，而是拿去收购了国民保险、伊利诺斯州国民银行、太阳报等优秀公司。

到1970 年的时候，伯克希尔的纺织业务年净利润4.5 万美元，购买的保险公司年利润210 万美元，银行年利润260 万美元，三部分业务占用的资本大体相差无几。

看到这组数据，我们就很容易理解巴菲特为什么那么痛了。伯克希尔1030 万买进来，最后到底是900 万还是1100 万卖出去的并不重要。重要的是，这1030 万，如果在1962~1965 年期间，投资到其他企业，比如上面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

说的银行保险媒体，一直到1985 年彻底退出纺织业，长达20 多年时间，早已驴打滚式翻成数十亿了。然而，被纺织业拴住的驴，就那么静静地傻站着，没有参与打滚。

这还没完。就在巴菲特为伯克希尔纺织业经营情况烦心不已的时候，1967 年和1968 年美国股市持续走牛，愈发显的伯克希尔这个疮疤显眼。牛市里，人人都觉得赚钱很简单，加上37 岁的巴菲特显然还没有拥有73 岁时的权威度，很多合伙人指手画脚的。巴菲特烦了，在1969 年宣布清盘合伙公司，将名下持股按比例分给合伙人自行处理。

由于巴菲特投资伯克希尔时，管理的资金规模还不够大，伯克希尔股票占用资金比例不小，很多其他企业（例如保险银行媒体）都是透过伯克希尔完成再投资的，加上巴菲特想用伯克希尔这个字号提醒自己，就仿佛贴张膏药在脸上，照镜子民主决策时，可以听到“ 不要再去捡烂生意烟蒂” 的反方发言，所以，他决定将伯克希尔作为自己今后的唯一投资平台。

我相信，那时的巴菲特知道自己未来的事业很大，但恐怕也没有想到会达到数千亿美元的规模。现在回头看，1970 年以前的伯克希尔公司其他股东（包括被赶走的洗玻璃总及其家族），无论他们的持股—— 被巴菲特买走和回购了部分，但还是有不少一直留存下来—— 最终流到了何人之手，在1965~2017 的52 年跨度里，这些人无疑搭车分走了数百亿财富。

这些财富，由沃伦. 巴菲特用自身携带神一样的投资能力创造。如果巴菲特当年注册一个自己全资拥有的投资平台，将包括伯克希尔在内的其他公司置于该平台之下，并在初期将保险、银行、媒体等子公司股权通通整合在全资平台下，那么，今天巴菲特的财富，可能会多出几百上千亿美元（后面收购资产增发的新股也分走几百亿，但那些不算因伯克希尔平台造成的失败）。

不是今天身家800 多亿美元的巴菲特矫情，这个决策，在过去五十多年投资生涯里，确实造成了大约相当于当前全部身家的财富损失，无论从什么角度看，“ 最糟糕” 的评语当之无愧 。

那么，你读过这个价值数百亿的失败案例后，领悟到一些什么经验和教训呢？咱们留言区各抒己见吧！

后记：

1 ） 本文相关数据及资料来自巴菲特历年致股东信，以及《巴菲特传》、《投资圣经》、《穿过迷雾》、《巴菲特的估值逻辑》、《巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资案例集》、《滚雪球》等图书。感谢沃伦. 巴菲特，感谢上述图书作者；

2 ）增加一个注释，纠正一个错误。

注释： 上篇有个括号写着（老唐注： 净运营资本= 流动资产- 流动负债），这是教科书公式，但不是格派用法。按照《聪明的投资者》第15 章的表述，格派一般用（净运营资本= 流动资产- 总负债）。对本文无影响，当时的伯克希尔流动负债= 总负债。谢谢读者@ 杜克 和@ 汪旻玥 charles 的指正；

错误：中篇 有句加红的话“ 公司估值1290 万美元，每股约11.35 美元 ” ，据多位读者提醒后复核，发现是老唐按错计算器了，实际应该是1315 万美元，每股约11.55 元。巴总和冼总达成的11.5 元就是估值位置。谢谢读者@ 陈烈展@only @Kevin @ 叶茌棠 的细心。

3 ）总体来说，失败的投资案例被重视的程度严重不足。本文前两篇创下了近期唐书房文章阅读量和打赏率新低，类似一种可信的投票。

阅读量新低，说明很多关注者看见标题后就觉着巴菲特糟糕关我屁事，直接就没点进来阅读；而打赏人数/ 阅读量的新低，则可能证明即便是读过的朋友，也有更大比例的人觉着“ 这事儿对我而言无价值” 。由此感叹“ 反过来想” 确实逆人性，挺难做到的……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20180106 老唐估值法及运用解析

老唐估值法及运用解析（上）

有读者后台留言通知我说最近雪球玩揭皮，捉对撕杀，很热闹。上午偷偷潜过去围观了。哈哈，确实热闹 。看热闹时，偶见一位ID 为@ 向往自由自己的路 的网友，在老唐主页深度刨坟，捞起很多老帖。

其中几条五六年前的帖子，让我眼前一亮：经常有朋友询问，内在价值究竟是什么？企业估值到底怎么做？15 倍市盈率卖出获利100% 大法究竟怎么运用？老唐几年前发的这几条老帖，不就是一个完整演示吗？

本文，老唐尽可能将自己使用的估值方法和步骤写完整，写明白。因为想写的够清楚，所以会以零基础的朋友为假想听众，对某些高阶朋友而言，可能略啰嗦。见谅。

但必须提醒注意：老唐是个普普通通的小投资者，从来无意吹嘘自己英明神武、厉害的上天。我只是分享“ 我是这么干的” ，并无任何鄙视其他方法的意图，也没有准备教育别人的想法，切勿误解—— 甚至大部分老朋友都知道，我曾多次发文希望被喊做“ 老唐” ，而不是“ 老师” 。

另外，文中会用到过去发的有关茅台的帖子，请不要将其庸俗的视为“ 茅台股价涨了，老唐又出来嘚瑟” 。

老唐会嘚瑟手财长期霸占销量排行榜，会嘚瑟天天有人在书房和雪球刨坟读老帖，会嘚瑟有多少朋友读完文章主动丢钢镚表达谢意，但基本不会嘚瑟股价。

在我眼里，股价涨了没什么值得嘚瑟的，股价跌了也没什么可怕的，不过都是市场先生的一哆嗦。赚钱与否，最终还是取决于我对企业基本面的研究和分析。

更何况与老唐完美错过的地产股，或者美股港股里一天涨七八倍甚至十多倍的个股相比，茅台本身涨幅也没什么嘚瑟价值。

之所以拿它做例子，不是因为它涨的好，只是因为老唐前几年公开发表的文章，写茅台的比较多，有较多完整素材来展示估值的过程和思路而已。

言归正传。老唐曾写过，自己的估值方法其实很简单的，一句话就可以说完，不值当为此写本书。那就是：“ 预计三年后15 倍市盈率卖出能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

赚100% ，就可以买入，高杠杆企业打七折” 。这是老唐对未来现金流折现法穷追到底的思索后，所理解的未来现金流折现法的最简版本。

在2017 年，我将其细微的调整为“ 预计三年后15~25 倍市盈率卖出能赚100% ，就可以买入，高杠杆企业打七折。” 没了。就这么简单，没有什么可吹的。用不上任何神秘公式，用不上任何高等数学—— 没读过高中的老唐，本来也不懂什么高等数学。

那么，这简单的一句话究竟怎么运用呢？这里面至少涉及六个事关投资体系存亡的重大问题：

① 为何是15~25 倍市盈率，不是其他数字？

② 买入后继续跌怎么办，为什么？

③ 为什么是100% ，而不是180% 或50% ？

④ 为什么是三年，不是一年或八年？

⑤ 三年后的真实净利润如何测算？

⑥ 到15~25 倍市盈率就卖出吗？

我们参照被捞起来的老帖，用过去几年里发生在我们身边的真实经历，来逐一细聊这六个问题。先看第一个老帖，发于2012 年12 月10 日，正是塑化剂事件喧嚣的时候。内容如下：

假设在茅台在台湾塑化剂事件以前生产的所有的酒都含有塑化剂。那么最坏情况意味着茅台2013~2015 年无酒可卖，只管生产。

2016 年开始卖2011 年的三万吨，假设2016 年不提价，按照819 元每瓶供应市场，再假设市场三年无茅台处于饥渴状态或已经遗忘塑化剂风波（注意，是否认同此假设，自己拿主意），3 万吨可以卖完。

那么收益约为今年的两倍，即27 元上下。市场2016 年愿意为一个每股收益27 元的股票定价多少？以这个价格折现，多少钱现在买入划算？老唐此时这么算账。

顺带说一句，把7 万吨存酒加上茅台的品牌和生产设备、人才、渠道以及一百多亿现金，估作最坏情况下茅台的净资产吧！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



唐朝

来自雪球 发布于2012-12-10 12:26

回复@唐朝：假设在茅台在台湾塑化剂事件以前生产的所有的酒都含有塑化剂。那么最坏情况意味着茅台2013~2015年无酒可卖，只管生产。2016年开始卖2011年的三万吨，假设2016年不提价，按照819元每瓶供应市场，再假设市场三年无茅台处于饥渴状态或已经遗忘塑化剂风波（注意，是否认同此假设，自己拿主意），3万吨可以卖完。那么收益约为今年的两倍，即27元上下。市场2016年愿意为一个每股收益27元的股票定价多少？以这个价格折现，多少钱现在买入划算？老唐此时这么算账。顺带说一句，把7万吨存酒加上茅台的品牌和生产设备、人才、渠道以及一百多亿现金，估作最坏情况下茅台的净资产吧！//@唐朝:回复@守株待兔:假设茅台除了2011年生产的三万吨和2012年生产的四万吨以外，其他存酒因塑化剂而废了，您给茅台估值就只有600亿人民币了？兄台，按一下计算器先，别让情绪被市场所左右。

唐书房

2012 年茅台公司净利润133 亿。我帖中的估算为2016 年净利润实现翻倍，实际上2016 年报表净利润仅167 亿，估计2017 年年报才能实现翻倍，误差不可谓不小。

不过，如果考虑到2016 年实际上保留了高达174 亿预收款—— 约当年营收的近四成—— 没有计入营收，2016 年真实净利润可以按照同口径230 亿左右考虑，实际误差大约有20% 。

这个数据估算差异，不是很重要。重要的是方向，增长还是衰退？这方面，首先求方向的正确，其次求数据的接近。即便退而求其次，数量差异不是很大，得到模糊的正确亦可。

估算出大体靠谱的三年后真实净利润数据，然后用三年后的真实净利润，乘以15~25 倍市盈率，三年后的总市值就有了。对照当前市值，收益率是否能让自己满足。是，就下手；否，就放弃。决策，就这么简单！

比如2012 年12 月10 日发帖时，茅台的市值近2000 亿。我估算的三年后净利润约270 亿，对于一个毛利率超过9 成，没有应收账款的企业，若届时市场给15~25 倍市盈率，那么就意味着2016 年的市值约4050~6750 亿。对比当前市值不到2000 亿，获利空间超过100% ，下手。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

接着问题① 就来了：为什么你认为三年后市场会出现15~25 倍市盈率。如果没有呢？比如届时茅台的市盈率是5 倍甚至3 倍，即便你270 亿净利润实现了，总市值只有800~1200 亿市值，你依然亏损过半。怎么办？—— 是不是问到你的心坎上了？哈哈 。

为了更清楚的说明这个问题，我们先假设一个简单到弱智的问题：假设工商银行发行了两种面值百元的一年期债券，各项条件都一模一样，只是甲债券利率是5% ，乙债券利率是8% 。此时，你恰好有100 万闲钱来二选一，你会买哪种？这当然是个蠢问题，毫无疑问你会买乙债券。

那么，继续想，如果在自由交易的情况下，且交易税费为0 ，若甲债券市价是100 元，你认为乙债券的价格会是多少？不难计算吧，因为乙债券一年期满后工行还你108 元。所以，就是求出付出多少本金，按照5% 的收益率，一年后连本带利收到108 元即可。105%x=108 ，x=102.86 元。

也就说，乙债券的市价必将以迅雷不及掩耳盗铃之势，拉升至102.86 元左右。否则，一定有资本抛出甲债券，买入乙债券，获取更高回报。同样，假设乙债券价格超过102.86 ，就可能引发资本抛出乙债券，转而买入甲债券，从而使两者的市价比例钉死在100:102.86 上（或者说是105:108 ）。

这就是传说中的资本永不眠。在你工作的时候，全球数以万亿计的资本在寻找更高回报；在你开黑的时候，全球数以万亿计的资本在寻找更高回报；在你吃饭睡觉蹲坐马桶的时候，全球数以万亿计的资本在寻找更高回报…… 无论定价错误有多么细微，只要确定性够高，就会被资本利用足够高的杠杆抹平。还记得《赌金者》里的长期资本吗？他们就干这个。

资本追逐的究竟是什么？你我在股市买卖的究竟又是什么？全球无数企业每天的并购活动交易的是什么？全世界数以亿计的投资者，买进卖出不同投资对象，是什么驱动他们行动的？追根到底就一句话：寻找潜在回报更高的资产。

工厂是资产，土地是资产，黄金是资产，美元是资产，日元是资产，人民币是资产，债券是资产，股票是资产…… 无数资本每天在全球产生天量交易，就是为了将资本配置到能够带来更高回报的资产上去—— 当然，决策一定有对有错，所有人的意图都是寻找潜在回报更高的资产，但经过时间剥皮，总有部分人最终事与愿违。

好了，重新回到那个简单到弱智的问题上，现在有一份100% 确定年获利270 亿的资产丙（注意，我此处假设的是100% 确定，实际并不如此，后面说），售价800~2000 亿，年回报率13.5%~33.75% 。同时，全球还有数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以万亿计的资本，拿着约5% 的回报（存款、理财、货基、债券等）。资本市场会发生什么？

答案毫无疑问，必定有资本卖出原资产，买入资产丙，直至将资产丙的市价推高到对应回报5% 的位置，即5400 亿—— 这就是所谓“ 价值从不缺席，它只是偶尔迟到” 的底层原理：同样盈利能力的资产，定价必定一样。如果不一样，资本一定会挺身而出将差异收入囊中。

此时，15~25 倍市盈率一定出现的原因就跃然纸上：因为国内无风险收益水平大约在5% 左右波动（以长期国债收益或银行保本型理财收益为参照标准），毛估估采值4%~6% ，对应市盈率就是15~25 倍（市盈率是收益率的倒数表述）。

这是说：如果一家企业的收益同时满足三个条件① 收益100% 确定为全现金利润（不是60% 现金，也不是120% 现金），且② 未来不会变动（不会增长，也不会衰退），且③ 利润全部分给股东（因为没有扩大投资的空间），那么它的市盈率一定会和无风险收益投资的市盈率持平。如果不平，资本会逼它平。当无风险收益率水平为5% 的时候，这家企业的市盈率一定是20 倍。

然而，企业股权不是标准债券，它的未来没有用条款清清楚楚写在纸上，“Yesterday is a history, tomorrow is a mystery” ，它几乎不可能同时满足上述三个条件。人们总是由于信息、知识、判断力和情绪的影响，或者高估其未来盈利能力，或者低估其未来盈利能力，从而引发市盈率以无风险利率水平为中轴大幅摆动。

悲观的时候，远低于中轴，乐观的时候，远高于中轴，幅度不定。唯一能确定的是，人类之所以继续存在，就因为在历史长河中，从不会一直悲观到死，也不会一直乐观到上天，人们总是在否极泰来和乐极生悲中摇摆。

这就是“ 市场会出现15~25 倍市盈率” 的原因，只要真实利润判断正确，资本的逐利性一定会将其推高到15~25 倍市盈率水平。

如果没有呢？如果没有，那就是天降黄金，有桶拿桶，无桶拿盆。盆盆罐罐全部装满，就静看花开花落、云卷云舒……

比如，就在2012 年12 月10 日上条帖子之后，茅台继续从近2000 亿市值下跌，老唐就曾在2013 年1 月25 日气急败坏地 发牢骚道：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



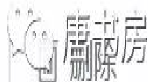
唐朝

阅读 1.7万

2013-01-25 09:47 · 来自Android

一个现金流大过利润，毛利率高达九成以上的生意，在十五六倍市盈率下，因为增长只是百分之五十而不是百分之七十，公司市值就大跌。如果在这样的市场里还挣不到钱，可能只能说自己书白读了。银行熬了近两年，进入收获期了，现在该是坐茅台冷板凳的时候了，看板凳会不会也冷两年。

转发(72) | 评论(206) | 赞(41) | 收藏 | 设置 | 修改 | 删除



跌势持续了大约整整一年，最低跌到约1200 亿。2000 亿市值买入的人，照样最大浮亏40% 。还好，板凳并没有冷够两年，1200 亿~2000 亿之间拿盆拿桶的投资者，很快赚的盆满钵溢（4 年最高超过7 倍）。

这就是老唐要解释的第二个问题了② 买入后继续跌怎么办，为什么？这个问题没有人讲的比本杰明．格雷厄姆的市场先生寓言更透彻，老唐直接照抄：

投资者可以试着将股票市场的波动当作是你身边有一位和善可亲的人，他的名字叫“ 市场先生” 。他是你的生意合伙人，每天从不缺席地出现在你的身边，不时会报出一个价格：要么是想买下你手中的股份，要么想把他自己的股份卖给你。

即使你们所共同拥有的生意很稳定，市场先生每天还是会固定地给出不同的报价。遗憾的是，这个可怜的家伙有个毛病，那就是情绪很不稳定。

当他高兴时，往往只会看到影响生意的利好因素。此时，他会给出一个很高的报价，因为他害怕你会把他手中的股份买走而剥夺他即将到手的收入。当他沮丧时，在他的眼里—— 无论是生意还是整个世界—— 都会变得暗淡无光，看不到任何希望。这时他就会给出一个非常低的报价，因为他害怕你会把手中的股份卖给他。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市场先生还有一个很可爱的特点：他不在乎被冷落。如果今天他提出的报价不被接受，第二天他会重新上门给出一个新的报价。是否与市场先生进行交易，选择权完全在你的手中。基于此，我们可以说他的行为举止越是焦躁不安，对你就越是有利。

沃伦. 巴菲特也用一个农场故事，重新演绎了恩师的市场先生寓言，他说：

如果有一个喜怒无常的人拥有一个农场并恰好与我的农场相邻，每一天他都提出一个报价，或是想买入我们的农场，或是想卖出他自己的农场，价格则随着他的心情好坏而忽上忽下。

那么我除了利用他的疯狂还能做些什么呢？如果他的报价低得可笑，而我又有些闲钱，我就会买入他的农场。如果他的报价高得离谱，我要么把自己的农场卖给他，要么不予理会继续去种自己的地就是了。

也正因为此，每当有人问我某某股票为何跌或者为何涨，或者问我为什么有利好还跌或有利空还涨的时候，我都很无语 ，不知道该如何解释这种浪费脑花+ 无解的诺奖级别难题

而当有人问我：价值投资真的适合A 股这样一个充满投机气氛的市场吗？老唐通常直接给出答案：越是投机盛行的市场，越是适合价值投资。因为股价会在两头都更加远离价值，我们将有机会以更划算的价格买到，以更高估的价格卖出 —— 顺带说一声，全球所有的资本市场，都是投机盛行，天朝股市参与群体并不比歪果仁群体更冲动或者更理性。

六大问题，上篇4000 多字解决了俩，还剩四个：③ 为什么是100% ，而不是180% 或者50% ？④ 为什么是三年，不是一年或八年？⑤ 三年后的真实净利润如何测算？⑥ 到15~25 倍市盈率就卖出吗？咱们且听下回分解……

老唐估值法及运用解析（中）

原创 2018-01-07 唐朝 唐书房 唐书房

上篇解决了老唐估值方法“ 预计三年后15—25 倍市盈率卖出能赚100% ，就可以买入，高杠杆企业打七折” 中的两个问题：“① 股票一定会回到真实利润的15~25 市盈率背后的原理” 及“② 如果买入后它继续跌怎么办？” 。（第② 个问题，还可以阅读书房去年10 月推送的《散打投资13 》和《散打投资14 》两篇）

今天同时推送中篇和下篇，一次性继续解决剩余的4 个问题：③ 为什么是100% ，而不是180% 或50% ？ ④ 为什么是三年，不是一年或八年？⑤ 如何计算三年后的真实净利润？ ⑥ 到15~25 倍市盈率就卖出吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为什么是100% ，而不是其他数据，原因非常简单，三条：

A. 三年100% ，年化回报约26% ，已高于世界头号股神巴菲特的长期年化收益记录，再高的长期记录目前人类还没有。

而我清楚的知道，自己就是个平凡人，不是闪电侠蜘蛛侠斗战胜佛或者其他什么五百年一开花三千年一结果的盖世奇才，“ 创造人类新纪录”的梦，我就不做了。所以，选择三年翻倍而不是更高收益率为决策目标；

B. 如果真能做到长期年化26% ，估计等我离开人世的时候，财富数字将大到以千亿为单位。前几天雪球有人撕一位名叫什么万亿的网友，估计这位万亿兄就是这样敲计算器的。

贫穷限制了我的想象力。对默默过小日子的老唐而言，十亿百亿千亿这些数据，没啥具体概念，脑海里反应不出来区别。甚至想到那么大的数字，还有点轻微头痛。所以，我实际的年化收益梦想并没有26% 那么大，能长期年化超过12% 足矣，再多就推给人品！

鉴于我的判断一定会有错，所以我虽追求12% ，但以26% 为目标，其间的差额，是预留的容错空间。

通过预留容错空间，达到即便部分估算错误，或者价值回归所需时间比预想的长（例如茅台实际到2017 年才做到270 亿左右净利润，比我2012年预想的晚了一年），也能获得基本满意的收益率。

由于要保留一定的容错空间，所以，类似三年50% 之类的较低目标，就被排除了。

C. 图方便。反正是毛估估的，无需那么精确到92.36% 或者149.31%，大致100% ，利于迅速口算决策—— 这条理由是不是有点搞笑呢！哈哈，伟岸形象瞬间破产 ……

那么，为什么选三年为思考期限，而不是一年、二年、五年、十年呢？这个还确实没什么理由，纯经验成分。经验说，资本市场里的恐惧、遗忘和贪婪，大致在三至五年时间段里，完成交替，所以就武断地选了这么个时间段。

这是一个类似山东军阀韩复渠解释三民主义的取值过程：“ 为什么要实行三民主义呢？一民主义太少，二民主义不够，四民主义太多，三民主义刚好！”

哈哈哈，说到韩复渠，老唐跑个题，分享两首民间乱传的诗，有说是张宗昌写的，也有说是韩复渠写的。这可是老唐压箱底的笑话，也是逗乐我家领导的法宝：

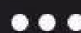
《大明湖》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大明湖，明湖大，
大明湖里有荷花。
荷花上面有蛤蟆，
一戳一蹦哒。
《闪电》
突然天上一火链，
莫非玉帝想抽烟。
如果不是想抽烟，
怎么又是一火链？

说两个笑话，轻松一下，因为接下来老唐要开聊相对困难的话题：如何计算三年后的真实净利润？

早在去年六月的一篇书房文章里，老唐写过了利用最简单的市盈率完成估值的三大核心因素：“ 净利润数据是否为真？未来能否持续？持续是否需要依赖加大资本投入？”



返回 关闭 唐书房

谜团。净利润数据是否为真？未来能否持续？持续是否需要依赖加大资本投入？这三个概念是市盈率指标的核心问题。

唐书房

并开玩笑地指出“ 会看市盈率高低，是小学生技能。但懂的在什么情况下才能使用市盈率估值，恐怕至少是中专生技能” 。

市盈率是投资回报率的倒数，投资看投资回报率是天经地义的事情。但是，由于会计规则和商业模式的缘故，同样的净利润数据背后，可能是天差地别的公司经营状况。

因此，我们在使用市盈率快速估值的时候，一定一定一定要先慎重思考这三个核心问题，并牢牢记住不是所有的公司都适用市盈率估值，绝对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不可以看一眼市盈率为5 或100 就轻率地做出低估或高估结论，那其实和电视屏幕上看图说话的股评师是五十步笑百步的关系。

三大核心问题中的“ 净利润数据是否为真？” 是分析历史数据的技术活，虽然不算轻松，但稍微花点儿时间，完全不难。《手把手教你读财报》整本书讲的都是这个，正如手财副标题：财报是用来排除企业。

—— 注意，这里的净利润数据是否为真，并不单指造假问题。还指有些公司由于商业模式和产业链地位的问题，赚取的利润可能只是账面数字或不可信假设下计算出来的理论数字，无法变成可供股东支配的真金白银。

排除造假公司以及利润难以变成真金白银的公司，核心是应收账款、关联交易、经营现金流和投资现金流等数据分析，这些内容手财里都有，此处就不展开了。

唯一提醒的是：排除企业和确认造假不同，前者疑罪从有，后者则要求严格证据。我们是做投资的，不是警察。所以坚持疑罪从有，有疑不投即可。“ 股市的公司那么多，靠谱的其实没有几个，不要爱过了、错过了，留下了站岗的你，独自唱情歌~” （预备唱 ）投资行业最大的好处是，没有人因为你不投某企业而罚你退场。

投资真正的难点，在后面两个问题“ 未来能否持续？” 、“ 持续是否需要依赖加大资本投入？” 。这两个问题，需要真正看懂一家具体的公司才能做出判断。那，怎样才算看懂了一家公司呢？

在去年5 月的书房文章《看不懂与看得懂》里，老唐归纳了四条：对于一家公司，能明确回答以下四个问题，基本上就可归为看得懂。

① 这家公司靠销售什么商品和服务获取利润？

② 它的客户为何从它这里采购，而不选其他机构的商品或者服务？

③ 资本的天性是逐利。眼看这家公司坐享丰厚利润，为什么其他资本没有提供更高性价比的商品或服务，抢占了它的市场份额，或逼迫它降低利润空间呢？（更高性价比，即可以是同样质量/ 数量+ 更低价格，也可以是同样价格+ 更高质量/ 数量）

④ 假设同行挟巨资，或者其他产业巨头挟巨资参与竞争，该公司能否保住乃至继续扩张自己的市场份额？

然而，不要轻视，四个问题其实是相当不容易回答。个人经验，没有该行业从业经验的投资者，至少需要认真阅读过去五年公司及直接竞争对手的财报，才可能做出基本判断—— 不是一定能做出，只是“ 可能” 有能力做出。这个工作，没有捷径，没有万能公式。如果有，一定是错的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

由此，老唐个人有个习惯，喜欢在网络上关注那些持续数月乃至数年盯着某一个行业甚至某一个公司的投资者，而不是什么都能谈的头头是道的人。

坦率说，一般看见提问者报个公司名或代码，某某人就能够谈出对该公司的看法、估值甚至买卖建议，老唐心中立刻会降低对此人的信用评级。如果这种状况持续出现在此人过去并没有深入谈论的多个行业或公司，其看法的价值，就基本可以归为菜市场大妈级别了。

在书房里，也经常有朋友发来一个公司名字，或者一个代码，以及简单的几项财务指标，然后问老唐：“ 老唐，你认为这家公司合理估值多少？” 老唐只能苦笑，要么假装不在，要么回复“ 抱歉，不懂。”

正因为此，对于那些能够不停地挖掘出新黑马，一年能分析甚至交易50 家公司的投资者，老唐是无法理解的。在我看来，按人生50 年投资生涯算，如果这辈子能够理解50 家公司，就已经是顶顶厉害的牛人了。

毫无疑问，这种牛人是稀缺的，而且你会发现他们会持续多年，翻来覆去地说着那有限的几家公司，无趣的很。正如巴菲特所说“ 我希望自己每年能有一个好想法，两年一个也行。”

阅读财报是理解公司的起点，这个工作是个体力活，无人可以替代你，它必须一份一份、一年一年地积累。巴菲特的准接班人卢. 辛普森曾经分享过他心目中对满意的标准，是一天啃15 份公司报表。这标准挺吓人的，老唐没做到。所以，人家能管理百亿级别的美金，确有过人之处。

“和巴菲特一样，辛普森总是不知满足地阅读大量的年报、报纸和杂志。他对‘满意的一天’的定义是一口气‘啃’完 15 份公司报表。”

辛普森能否接管伯克希尔，将由董事会在巴菲特辞世后做最后决定。

“巴菲特在近期受访中承认，他身后的事情将由公司董事会决定。董事会由他以及家里的其他成员控制。他说，他已经给家里人写了 10 封信以表达他的愿望。”

唐书房

坐下来一份份地阅读财报，那么枯燥（尤其是开始。多读一些后，反而会发现乐趣无穷），这恰恰是价值投资永远是小众的原因。正如格伦. 格林伯格谈到价值投资无法普及的原因时说的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

认真研究需要花费大量时间，并且很少能够得出大量买入的清晰结论。翻阅许多公司的资料后，最终只是发现大部分公司即无过人之处，又没有被大幅低估，这是件相当乏味的事。而同样乏味的，还有在很长一段时间里一直持有一家好公司的股票，即使股价表现很好，但大部分时间我们仍然感觉股价停滞不前甚至将要下跌。



唐朝

来自Android 发布于2015-10-10 12:11

如果格雷厄姆和多德的著作是如此的广为流传和受人尊重，为什么只有少数自律的从业者听从他们的忠告？我认为，答案潜藏于三个人性特点之中，一，厌倦枯燥乏味，二，感性多于理性，三贪婪。

认真研究需要花费大量时间，并且很少能够得出大量买入的清晰结论。翻阅许多公司的资料后，最终只是发现大部分公司即无过人之处，又没有被大幅低估，这是件相当乏味的事。而同样乏味的，还有在很长一段时间里一直持有一家好公司的股票，即使股价表现很好，但大部分时间我们仍然感觉股价停滞不前甚至将要下跌。其中部分原因是由于公司股价在一天中

唐书房

因此，无论价值投资理论多么清晰，多么简单，对于绝大多数人而言，必将是“ 懂得了很多价值投资的道理，但依然做不好投资” 。投资很简单，但并不容易。简单体现在理念上，不容易则体现在理解具体公司上。

接下来，老唐要用几条老帖，演示看懂企业并决策的过程。毫无疑问，涉及到“ 嘚瑟” 茅台的问题。再次强调，每年上涨的股票一大堆，茅台股价毫无嘚瑟价值，截图和旧帖仅仅用于演示思路和理念，请唾弃下篇中的嘚瑟（若有）意味……

老唐估值法及运用解析（下）

原创 2018-01-07 唐朝 唐书房 唐书房

接下来，老唐要用几条老帖，演示如何解决看懂相关的四个问题。毫无疑问，又涉及到“ 嘚瑟” 茅台的问题。再次强调，每年上涨的股票一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大堆，茅台股价毫无嘚瑟价值，截图和旧帖仅仅用于演示思路和理念，请唾弃其中的嘚瑟（若有）意味。

老帖1. 发于2013 年11 月13 日（为便利阅读，仅截图部分示意，原文拷贝成文字展示。下同）：

如果我怀揣1500 亿，准备做出和茅台一样好的酱香白酒。地、水、原料、工艺流程不会是大问题，都是属于有钱就可以买到的，无外乎是代价较高。可能成为障碍的地方，我认为会是：

1 ）老酒。因为茅台酒如今备受推崇的口味，每一瓶都是新酿的酒和陈年老酒协作的神奇结果。茅台公司存的老酒，最早的已经超过半个世纪了。如果我想做一个和茅台竞争的企业，将要考虑万吨级，按照6.5% 的老酒比例考虑，每年需要650 吨以上的陈年老酒。这一点，我的新公司，只能偷工减料，且至少15 年内无解决办法;

2 ）勾兑师。酱香酒要靠不同批次，不同年代，不同口味的基酒进行勾兑，这个技术迄今为止，完全要靠大师的舌头来完成。在可以看得见的将来，也看不见可以精确量化而后由机械操作的可能。但是，目前优秀的勾兑师，基本上都在茅台公司，相信茅台公司和他们之间签署了工作合同和同业禁止协议。因此，我想从茅台公司挖来足够数量的勾兑师，即便出得起价格，也可能招来官司，导致我的企业生存问题;

3 ）工人。每个熟练工人年均产量不过3 吨多。如果我做万吨级，至少需要超过3000 熟练工，这里面必须包含很大数量的有「多年」经验的工人。茅台镇及其周围会做酒的工人，这些年可能不会失业在家。所以，这意味着我只能依靠从茅台以及茅台镇其他企业挖墙脚。和勾兑师面临一样的法律问题;

4 ）大容量自动勾兑技术。茅台2007 到2008 年研发成功的专利。此技术把生产工人人均年产量从2006 年的3.08 吨，提升到2009 年的3.92 吨。这个技术，我没有，即便我高价盗买出来，也会被告侵权;

5 ）品牌。今天是个注意力碎片化的时代。注意力分散在数不清的电视台，报纸，网站…… 上，相比一个声音传全国的时代，想达到同样的知名度，可能需要付出数十倍甚至更多的代价。我暂时还找不出，花钱可以在极短时间内，让我的品牌达到茅台知名度的渠道。

知名度还相对容易，更难的是美誉度。如同巴菲特说过，你会为了便宜一毛钱，而把一种从来没有听说过的口香糖塞进嘴里吗？茅台，由于历史原因，几十年来，由各级国家领导人义务担任品牌大使，在一个官本位

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的社会，其影响力是巨大的。今天，作为我新创的品牌，已经无法做到这一点，无论多少代价，都不可能了。

并且，为了抢夺喜欢茅台口味的饮者，我会尽可能模仿茅台。最高境界，是「像茅台」。既如此，饮者弃正品而饮山寨的唯一理由，只能是便宜。价高和口味像茅台，鱼与熊掌。那么，我的品牌形象，会显著的低于茅台。独酌的内行，也许能因性价比而被我吸引，但白酒主要还是一种社交产品，很难想象，有人会请贵客时告诉对方：这个酒口味很像茅台，但比茅台便宜，所以，我买来请您。

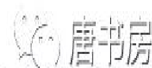
—— 综上所述：老酒，人才（大师，工人），技术，品牌五个东西，是茅台无法被金钱夺走的核心竞争力。任老师转发的这篇文章中提到的土地，水，原料，制曲技术，制酒技术，气压，管理等，反而是我认为的相对比较薄弱的外围竞争力。



唐朝

来自雪球 发布于2013-11-13 12:25

回复@renjunjie: 如果我怀揣1500亿，准备做出和茅台一样好的酱香白酒。地、水、原料、工艺流程不会是大问题，都是属于有钱就可以买到的，无外乎是代价较高。可能成为障碍的地方，我认为会是：



1）老酒。因为茅台酒如今备受推崇的口味，每一瓶都是新酿的酒和陈年老酒协作的神奇结

老帖2 ，发于2013 年3 月11 日的：

腐败酒这名号，本股东倒是无法反对（话说其他酒可能还不够能力担起这称号）。不过我们要问的问题是：

1. 腐败分子喜欢喝茅台，究竟是因为腐败和茅台臭味相投呢，还是因为腐败分子喜欢好东西？2. 腐败分子喜欢的东西，非腐败分子会不会喜欢？两种人的人性是趋同还是趋异？3. 严打腐败，算虎口夺酒吧，夺下来的酒是直接烧掉倒掉，还是会被其他非腐败分子拿走？

三个问题问通了，是否下注我觉得不难下决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



唐朝

2013-03-11 14:28 · 来自雪球

回复@：人民币就是腐败币，这个是不争的事实。

腐败酒这名号，本股东倒是无法反对（话说其他酒可能还不够能力担起这称号）。

不过我们要问的问题是：

1.腐败分子喜欢喝茅台，究竟是因为腐败和茅台臭味相投呢，还是因为腐败分子喜欢好东西？

唐朝书房

老帖3 ，发于2013 年2 月20 日：

之所以是白酒而不是黄啤红成为商务政务主要用酒，个人觉得主要原因是白酒可以比较快的使人进入兴奋状态。在商务政务活动中，人们时间宝贵，寻求迅速消除陌生感，进入易沟通状态。

在这一点上，黄酒太慢，适合熟人之间谋杀时间用（煮酒论英雄，男女调情勾引，士大夫清谈⋯ ）。黄酒适合慢节奏农耕社会；白酒适合快节奏工业社会；啤酒则以其适合大杯牛饮的特点，适合草莽豪情；至于红酒，不理解，按说特点和黄酒类似—— 这一切，一个赢家的不同，恐怕很难改变它。

也许等社会发展到一定时期，商业和政治利益无需在酒桌饭桌上争夺，吃饭举杯回归为一种纯粹礼仪的时候，红黄酒才有成为中国商业政治舞台的主流选择，也才可能成为大众的主流选择（大众只是模仿精英而已），一如今日红酒在西方之地位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



唐朝

来自Android 发布于2013-02-20 18:22

回复@中国资本市场: 老唐一点浅见:即便资本兄这个假设成立，可能还是会流行白酒。之所以是白酒而不是黄啤红成为商务政务主要用酒，个人觉得主要原因是白酒可以比较快的使人进入兴奋状态。在商务政务活动中，人们时间宝贵，寻求迅速消除陌生感，进入易沟通状态。在这一点上，黄酒太慢，适合熟人之间谋杀时间用（煮酒论英雄，男女调情勾引，士大夫清谈...）。黄酒适合慢节奏农耕社会；白酒适合快节奏工业社会；啤酒则以其适合大杯牛饮的

唐书房

老帖4 ，发于2014 年3 月31 日

除了口味适应原因之外，在中国这样的人情社会里，所谓由俭入奢易，由奢入俭难，就是茅台能继续抢其他白酒份额的逻辑。在当前价格体系大体不变的情况下，去年送茅台的，今年除非不送酒，否则就还是茅台。降低为五粮液，送礼收礼的双方心中都会有个影子；去年请客用茅台，今年改用五粮液，借口需要思量许久；去年吃人请是喝的茅台，今年回请就不好降为五粮液…… 奇妙之处在于，反过来就毫无障碍。



唐朝

2014-03-31 13:07 · 来自Android

除了口味适应原因之外，在中国这样的人情社会里，所谓由俭入奢易，由奢入俭难，就是茅台能继续抢其他白酒份额的逻辑。在当前价格体系大体不变的情况下，去年送茅台的，今年除非不送酒，否则就还是茅台。降低为五粮液，送礼收礼的双方心中都会有个影子；去年请客用茅台，今年改用五粮液，借口需要思量许久；去年吃人请是喝的茅台，今年回请就不好降为五粮液。……奇妙之处在于，反过来就毫无障碍。@释老毛 兄以己度人，看是不是这个理儿？



转发(69) | 评论(252) | 赞 | 收藏 收起

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

老帖5 ，发于2014 年2 月22 日：

贵州茅台：1. 价格合适，没有商品会剩下。价格相同，不会是好东西剩下；2. 超高毛利率。即便沦落为打价格战，也无需走到以本伤人的地步。同时，设备和库存不贬值；3. 两百亿现金是过冬的棉袄，一百多亿买个新茅台的独家权利，是未来超额收益的保障；4. 永远不要低估了中国人追求财富和追求享受的劲头儿。世界第二的经济体，会诞生一款庆功酒，用于对中华文化表达敬意。茅台机会最大，五万吨远远不够分。



唐朝

2014-02-22 09:57 · 来自Android

阅读 1974

近日，因几篇关于茅台细节的口水文，被多位朋友教育，认为老唐研究过度。虽然我自己觉得，和我文中提到的那几位酒仙相比，我的研究其实还是「过度不足」，好些东西都还似是而非的，还需要不断的提问和学习。但若大家都喜欢「模糊的正确」（我不懂这个词组的含义），喜欢简单，我也模糊一下，战略一下，框架一下……用几句话谈谈我对自己持仓的四只股票的看法。够简单吧！

特别提醒一句，老唐个人认为，雪球上最有价值的东西，是关于企业生产经营的信息及讨论。至于看法，是一种读来轻松惬意，却又没什么价值的麻醉品。人人都有，人人的都不一定对。关心别人的看法，要么是自己懒得思考，要么是求认同找勇气。两者都很危险。

唐书房

贵州茅台：1.价格合适，没有商品会剩下。价格相同，不会是好东西剩下；2.超高毛利

以上五条帖子，分别谈到了老唐的认识：1. 竞争对手无法提供同样的产品；2. 反三公只是让酒从过去的官爷嘴里，转移到过去被公权力挤到一边去的消费者嘴里；3. 白酒文化不会被替代；4. 茅台有挤占竞品份额的优势；5. 因此，无需担心茅台酒的销售问题。

汇总起来说，大致相当于2013 年1 月18 日的老帖

我的想法简单:1. 塑化剂没酒精危害大，人类没有因酒精而弃酒，就不会因塑化剂而弃酒；2. 打击公费消费，是虎口夺食，为了让私费消费的到，而不是让大家都不消费；3. 对于库存不折旧的茅台来说，如果一两年内销量下滑，只当股东身份兼做白酒收藏家了，算委托公司以819 的价格帮我们收藏了一批，囤货至市场下一次亢奋的时候出手；4. 如果我是茅台集团，这个价格，我愿意发债或贷款七百亿私有化茅台，账上两百亿现金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

再挤点预收，剩下的三到五年内搞定，收获一头现金牛；5. 我不是大股东，所以我只能抱住股票不放。



唐朝

2013-01-18 12:05 · 来自Android

回复@：我的想法简单:1.塑化剂没酒精危害大，人类没有因酒精而弃酒，就不会因塑化剂而弃酒；2.打击公费消费，是虎口夺食，为了让私费消费的到，而不是让大家都不消费；3.对于库存不折旧的茅台来说，如果一两年内销量下滑，只当股东身份兼做白酒收藏家了，算委托公司以819的价格帮我们收藏了一批，囤货至市场
的时候出手；4.如果我是茅台集团，这个价格，我愿意发债或贷款七百亿私有化茅台，

正是基于上述认识，老唐回答了上面四个有关懂与不懂的问题，理解到塑化剂和反三公对茅台并没有形成长期伤害，茅台的业绩受限且仅仅受限于生产。同时，通过财报确认公司净利润含金量足够，明白公司提高产量所需资本投入，相比产生的营收和利润而言相当微小。

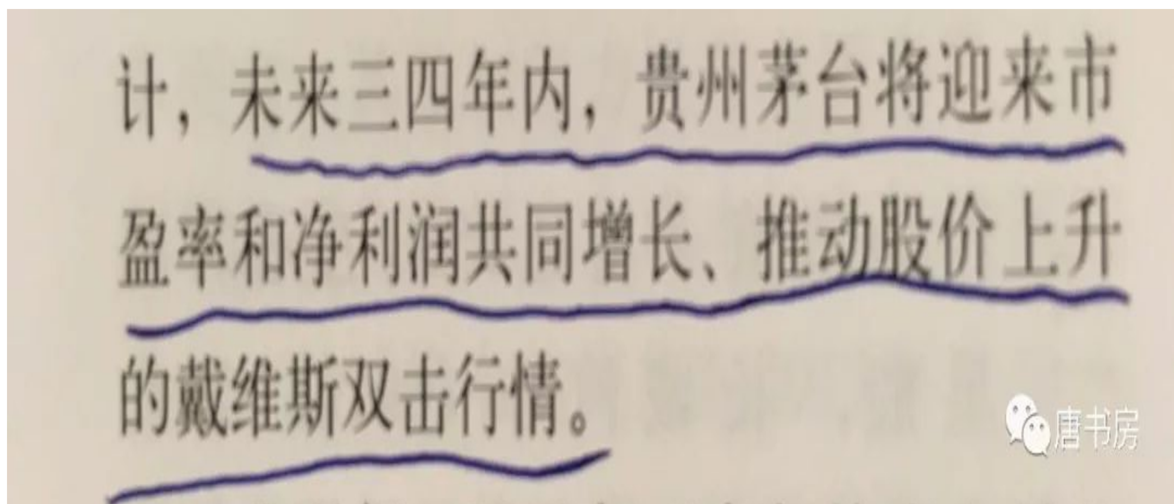
在此基础上，根据对茅台每年的基酒产量数据，及“ 当年基酒产量的75%≈ 四年后商品酒产量” 的等式，估算出2016 年公司茅台酒销售量将可达2012 年销售量的两倍。按照价格不变、净利率不变的假设，计算出2016 年净利润会翻倍。

然后，顺理成章地即可得出“2016 年真实利润可能会达到270 亿，若届时市场给15~25 倍市盈率，意味着2016 年的市值约4050~6750 亿。对比当前市值不到2000 亿，获利空间超过100% ，下手” 的结论（注意，认识的形成，与上述发帖时间并无一一对应关系）。

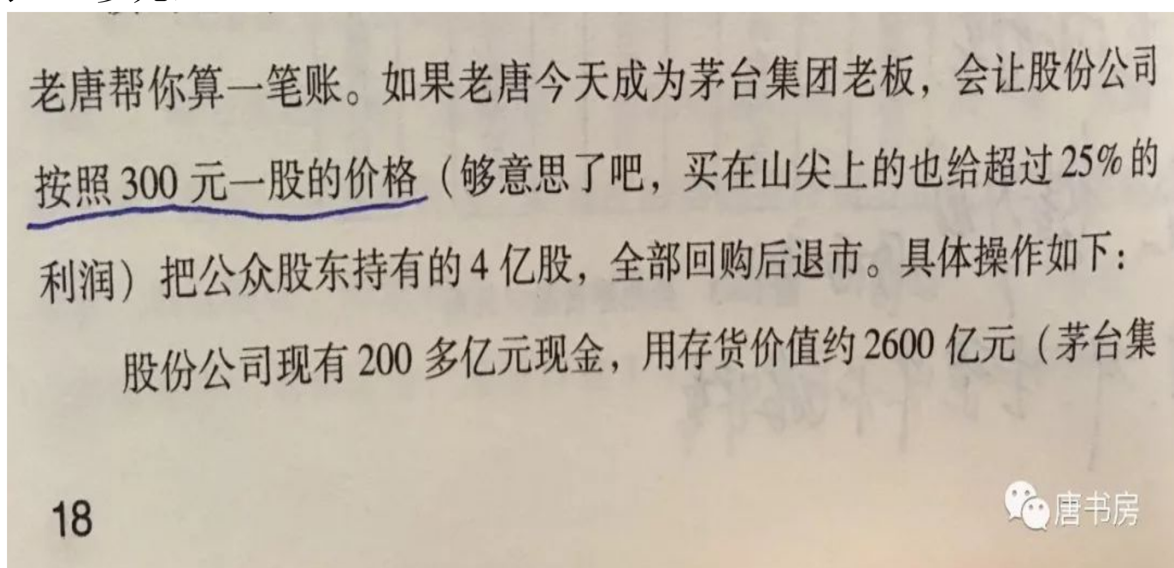
这就是一个阅读公司财报，看懂一家公司，估算出三年后净利润，并做出决策的完整过程。

实际上，到2014 年，在更多信息的支持下，老唐最终做出“ 未来三四年内，贵州茅台将迎来市盈率和净利润共同增长、推动股价上升的戴维斯双击行情。” 的判断。该判断刊登于2014 年5 月16 日《证券市场周刊》第45 页，当日茅台股价约155 元（复权价约120 元）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net


计，未来三四年内，贵州茅台将迎来市盈率和净利润共同增长、推动股价上升的戴维斯双击行情。

同时，在2015 年1 月1 日出版的《手把手教你读财报》18 页，写下了如果老唐是茅台集团老板，愿意按照300 元一股的价格回购全部股份退市的判断，当日股价189.62 元（经分红送配后，相当于复权价163.34 元）。书稿实际完成于2014 年10 月前，当时茅台股价在160 以下（复权价约120 多元）。


老唐帮你算一笔账。如果老唐今天成为茅台集团老板，会让股份公司按照300元一股的价格（够意思了吧，买在山尖上的也给超过25%的利润）把公众股东持有的4亿股，全部回购后退市。具体操作如下：

股份公司现有200多亿元现金，用存货价值约2600亿元（茅台集

18

至于问题⑥“ 到15~25 倍市盈率就卖出吗？” ，因为我认为市场的疯狂几乎不可能恰到好处地在合理位置停下，因为没有明显便宜占就不交易的理念，我的答案是“ 不卖” 。相关阐述可以直接阅读去年11 月20 日推送的《持有等于买入吗？》一文，此处不再重复。

至此，关于老唐估值法“ 预计三年后15—25 倍市盈率卖出能赚100% ，就可以买入，高杠杆企业打七折” 实操中的关键问题，全部解决。现在的你，是因通透而欢喜，还是因没看见期盼中的三年后净利润计算公式而失落呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果是后者，需要提高警惕，你有被骗的潜质，因为你的内心藏着一个不用努力即可轻松致富的幻想 。世上如果存在一个这样的公式，股市早就不存在了，完全由cpu 规划的GC 主义早就实现，不需要你努力奋斗了。

自己觉着这次应该算说透了，如果依然有问题，咱们后面找时间继续剖析。

最后必须强调：能够指导实战的估值方法有很多种，老唐分享的是自己使用的未来现金流折现法的超简实战版，它基本覆盖我个人投资的所有企业。但是，市场有很多企业并不适用这种估值方法，正如巴菲特在纳斯达克网络股狂潮中幽默的说过，如果让他来给商学院的学生考试，他会拿一些.com 公司让学生估值。凡是有答案的，一律挂科。

资产清算估值法、可比企业估值法、投资就是投人的风投估值法、甚至看行业空间或者企业愿景的大局观毛估估…… 各种方法都不乏成功案例，老唐虽然不用（主要是不会），也不打算去赚那些我不擅长领域的利润，但对这些“ 其他估值法” 绝无丝毫轻视意图（全文完）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20180309 回复两个热门问题

过去一周，家中有突发事件，几乎没有登陆过书房后台。今天得空上来看，后台询问最多的事儿，是关于银监会2018 年7 号文降低拨备覆盖率和拨贷比的。

这个事儿，在《手把手教你读财报2——18 节课看透银行业》的第102~109 页，老唐已经白纸黑字预测了监管部门这个行为，并给出了该行为对银行业绩影响的分析，顺带还提到了为何对兴业不感兴趣的原因（这只是其中一处，书中有多处谈过这个问题。所以书房里但凡为老唐为何不投兴业的，老唐一律没有回答），对此事感兴趣的，直接翻看《手2 》102-109 页即可。

顺带嘚瑟一句，《手2 》还提前预测到了银监会加强对银行保本理财产品的监管以及对表外非标资产的打压。

也有老唐没有想到的。这次将拨备覆盖率从150% 降低为120%~150% ，拨贷比由2.5% 降低为1.5%~2.5% ，但该重大调整，并非一刀切，而是一行一策（不同银行会有不同的拨备覆盖率和拨贷比要求），相当于为每家银行单独设定一个拨备覆盖率及拨贷比监管指标。

具体执行政策将会针对银行的不良贷款认定严格程度（逾期90 天以上贷款纳入不良贷款的比例）确定不同的监管指标—— 逾期90 天以上贷款纳入不良贷款比例越高的，享受越低的拨备覆盖率和拨贷比指标要求；

会针对银行现有的资本充足率水平，确定不同的监管指标—— 资本充足率越高的银行，享受越低的拨备覆盖率和拨贷比监管指标要求；

同时，还特意鼓励银行加大对隐藏不良贷款的处置，增加银行报表的可信性—— 处置的不良贷款占新增不良贷款比例越高，享受的拨贷比和拨备覆盖率监管指标越低。

总之一句话，好孩子给糖吃。对于原本不良认定严格，计提充分的银行而言，是实打实的利好，会直接带来净利润增长和营业收入增速的扩大—— 简单粗暴说，主要利好工行、建行、招行。而对于原本对不良认定不够严格，表外资产很多，计提不够充分以及现有资本充足率已经没多少空间的银行，反而可能造成压力，主要利空—— 不点名。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

另外还有一重利好：过去几年银行业整体估值水平低迷，主要原因不是银行不挣钱，而是资本市场对隐藏坏账程度的担忧，是对未知的恐惧。该政策鼓励和引导银行暴露和处理不良贷款，有利于资本市场增加对银行股的估值信心。所以，该政策对好孩子的影响很清晰，就是双击效应；对调皮宝宝则稍微复杂点，可能是单杀+ 单击的组合，叠加效果较难推测。

这几天里被问到的第二多问题，关于老唐估值法运用的。归纳了一下，关于这个问题，大致有如下疑问：取值15~25 倍结果差异颇大，具体使用时究竟应该如何取值？它是适用所有企业还是部分企业？什么样的企业算高杠杆企业，为何打七折，如何打七折？

为方便新朋友，先重复阐述一下老唐个人使用的估值法。毫不神秘，一句话表述完毕：「三年后15~25 倍市盈率卖出能赚100% ，就可以买入，高杠杆企业打七折」。其定义和使用方法，在2018 年1 月7 日的《老唐估值法及运用解析》上中下三篇里详细阐述过了，没看过的，可以搜来翻翻。

该估值法的使用非常简单，就是拿三年后企业的净利润×15~25 ，得出三年后公司的合理市值。三年后合理市值的一半就是现在值得介入的市值位置。

这里面只有两个变量：其一是15~25 倍，究竟是取值15 倍、19 倍、22 倍还是25 倍？其二是三年后这家企业能赚多少净利润？

第一个问题取决于两点：

一是该企业的核心竞争力强弱，也就是价投或者半吊子价投都喜欢挂在嘴边的一个词“ 护城河” 。护城河宽广，且可以预计未来还会不断加宽的，取值可以偏25 倍，实践运用中有时我甚至会放松到30 倍。护城河不够宽广，或者未来可能变窄，甚至可能被绕过去的，取值可以偏15 倍。

所谓护城河，别看神秘了。通常而言，能够持续获得高净资产收益率（Roe ）的企业，就一定是具有某种护城河的。而理解护城河是什么以及未来会加宽还是变窄，核心就是老唐多次阐述过的四个问题：

① 这家公司靠销售什么商品和服务获取利润？

② 它的客户为何从它这里采购，而不选其他机构的商品或者服务？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

③ 资本的天性是逐利。眼看这家公司坐享丰厚利润，为什么其他资本没有提供更高性价比的商品或服务，抢占了它的市场份额，或逼迫它降低利润空间呢？

（更高性价比，即可以是同样质量/ 数量+ 更低价格，也可以是同样价格+ 更高质量/ 数量）

④ 假设同行挟巨资，或者其他产业巨头挟巨资参与竞争，该公司能否保住乃至继续扩张自己的市场份额？

与市盈率取值有关的第二点，是无风险利率环境。无风险利率水平是投资界的地心引力。这个应该不难理解，极端假设，如果今天国债或者工行存款给出20% 的利率，那么天朝股市的99.9% 以上的企业，立刻失去投资价值（当前4% 利率下，也有很多本就没有投资价值），直接卖掉然后去存银行或者买国债，只要没改朝换代，这笔投资的性价比就是最高的，不用担忧也不用研究，妥妥获取股神级回报率。

无风险利率水平提高，会从边际上引发抛售股票，对股价形成向下压力；反之，无风险利率水平降低，则从边际上挤压资金进入股市，对股价形成向上动力。

观察无风险利率水平，对于发达国家股市，比较常用的数据是30 年美国国债收益率水平。我天朝由于外汇管制，属于隔离的市场，美债水平无法直接作为参考，国内国债市场规模又较小且缺少公开连续交易，反倒不如理财产品市场利率或者货币基金收益率来的直接。

回看理财产品市场利率和货币基金收益率，会发现它们按照市场资金供求松紧程度不同，大体围绕着央行定的贷款基准利率上下波动。这个逻辑上也很容易理解，大部分理财产品最终是通过银行渠道投向有资金需求的企业或个人，以资金供求不同，企业或个人是以基准利率的某百分比折扣或某百分比上浮从银行获取贷款，扣掉银行要赚的利率差和风险对价，剩下的就是银行愿意向社会提供的无风险利率。

再加上，投资估值本就是毛估估，不需要特别精确，所以，按照通常三到五年的投资周期准备，我个人一般习惯直接用央行一年以上五年以下的贷款基准利率±1% 来大概取值市场无风险回报率水平。

比如目前一年~ 五年期贷款基准利率是4.75% ，那么就可以大致的认为当下市场的无风险利率水平约4%~6% 。当下利率环境，如果能真实「保证」6% 以上回报率，银行业百万亿级别的存款，会瞬间涌入将其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全部吃掉，赚取无风险利率差。这可能也是前几天前任财政部长、现任社保基金理事长楼继伟说的“ 保证6% 以上回报率的就别买，那是骗子” 的原因。

自黑一个：千万不要看到某些地方（比如某书房）的商业广告标题“ 预期收益率14%” 就在头脑中将其替换为“ 一定赚14%” ，记住：有能力保证14% 的项目，永远不会广而告之到你我眼前。

付钱打广告吸引你投的任何项目（哪怕是你最信赖的某书房推送的广告），都需要你头脑里有一根权衡风险收益性价比的弦。即不要眼中只看见收益率数据，也不要人云亦云地大喊洪水猛兽，而是要弄清楚自己究竟是薅羊毛还是做投资，愿意为高出无风险收益率水平的部分承担多大风险，并做好与之对应的风险应对准备。

如果只是被预期收益率数据所蛊惑，就有可能沦落到「你想别人的收益，别人想你的本金」的囧境；如果只是人云亦云地跟着专家媒体喊叫洪水猛兽，可能任何新生事物最肥美的一段利润，都会注定与这种思维模式错过—— 无论是股市投资、债市投资、P2P 投资或是其他什么投资，无一例外。

凭着个人本心，老唐会对商业广告做简单筛选，并在文章开头注明「本文为商业推广，不代表唐书房观点」，但老唐没有能力为谁的人生负责（我家领导除外）。为自己人生负责的，只能是自己，切切！

若自己完全不做功课，仅根据「听说」做出决策的，强烈建议还是存银行（不包括购买银行理财产品）或者购买货币基金靠谱。

回到正文话题。无风险收益率水平为4%~6% ，对应市盈率约为16~25 倍（收益率= 利润/ 本金，市盈率= 本金/ 利润），它是投资市场的一杆秤，一个估值中枢。

我们可以将货币看成一个0 增长+100% 确定的公司股权，同样，公司股权也可以看作N 增长+ ＜100% 确定的货币（-100% ＜N ＜∞ ），投资永远是在他们之间做选择题。

因此，前面说的老唐估值法里面的两个变量，其一是15~25 倍，究竟是取值15 倍、19 倍还是25 倍？答案就是① 企业核心竞争力越强，越具有可持续性，取值可以越大。反之取值越小；② 市场无风险利率水平越低，取值可以越大。反之取值越小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

另一个变量：三年后这家企业能赚多少净利润？这个很抱歉，再怎么简单粗暴，老唐也给不出一个一刀切的答案或者一个计算公式——如果有，股市就不会存在了。

和上一个问题里的“ 核心竞争力” 一样，预测企业三年后甚至更长时间后能够赚取多少利润，这是投资者需要一生持续学习、关注和研究的问题，它需要的就是你真的“ 懂” 这家企业。

没有人能够懂所有企业，而只要愿意下功夫研究，你一定会多少懂那么几家企业的。在天朝市场里最好懂的企业恐怕就是茅台了，所以2014 年老唐拿它做范例写《手把手教你读财报》。

三年后的产品销量基本可知，产品售价基本可知，三年内市场环境基本可知，三年后的利润基本可知，三年后利润×25/2= 划算的买入位置，全是小学三年级以内的数学题。这道全部由小学数学题构成的投资对象，过去三年多给投资者送上了约400% 的投资回报率。

能不能懂，掌握在自己手上，靠日拱一卒搞定。能不能遇到划算的买入位置，靠天，由别人的愚蠢和冲动决定。投资者要做的事，就是不断的“ 懂” 一家又一家的企业，然后静静等待划算的买入位置出现。

很显然，懂的企业越多，遇到某划算买入位的概率就越高，这就是投资者不断阅读和学习动力之一吧！我们应该知道，今天花在阅读财报、理解公司上的所有时间和思考，终将在某时间段兑现成高额工资和奖金给我们。

而如果真的一家企业也看不懂，或者还没有来得及看懂，那么请不要急着进入股市，或者即便是下水学习，也请先从少量介入指数基金开始。因为，股市绝不是看上去或者听上去那么「好赚」，记得年初看过一份关于私募基金的媒体报道，因为垫底的私募基金是雪球某私募，所以记得数据，好像是2017 年当年亏损82% ，成立一年零几个月亏掉了约90% 。吓人不吓人？刺激不刺激？

那么，老唐的市盈率简化估值法，是不是适用于所有企业呢？不是的。老唐去年6 月的一篇文章里谈过，适用市盈率这一据说小学生都会的指标，一定要注意三大前提：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

返回 关闭 唐书房

值，但企业盈利却充满着谜团。净利润数据是否为真？未来能否持续？持续是否需要依赖加大资本投入？这三个概念是市盈率指标的核心问题。唐书房

即，使用这种简化的估值方法，一定要首先通过财报阅读确认净利润数据为真（不是靠应收账款、关联交易或者非主营业务偶然所得作出来的），未来能够持续且持续不需要依赖大量增加资本投入。确认这三大前提后，就可以使用市盈率简化估值。它和企业性质或者市场过去给它多少倍市盈率反而基本没有关系。

那么，无法确认上述三个前提的企业怎么办？凉拌，不投就是了。世上的牛股那么多，也不缺你错过的一个。股市最大的优点，它不会为了你不投某企业而惩罚你。你有权选择只在你占据比较优势的领域里参与竞赛，还有比这更美妙的事情吗？

至于高杠杆企业，比较简单。对我而言，一般我会把有息负债占比超过总资产的70% 的企业，视为高杠杆企业，我手里的水电和银行就是高杠杆企业。

高杠杆企业因其杠杆的存在，抵御风险能力相对较差，具有一定的脆弱性，需要在估值上给予弥补才能具备同样的买入价值，所以我将其打七折。

打七折的意思，就是说「高杠杆企业，三年后10.5 倍（15×70% ）~17.5 倍（25×70% ）市盈率能够赚一倍的价格，就是值得买入的位置」—— 不用那么严谨，就记作10~15 倍吧！

另外，也有很多人问什么是有息负债。所谓有息负债，字面意思理解就是需要公司付出利息的债务，通常来说，合并资产负债表的负债部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

分，去掉所有带有“ 应付” 和“ 预收” 字眼的科目，剩下的就可以大致看成有息负债了。

不知道关于估值，还有什么是老唐没有说透的？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二部分　企业分析

第一章　财报印象

20170313 年报浅印象

每年年报季，老唐会翻看很多公司的年报。发的少的时候，都看。发的多的时候，就随便抓着看，一般是先看摘要。看的时候，会顺手乱画一些直观印象。

这些直观印象，基本上算是纯外行浮光掠影看企业，绝大多数的结论都是“ 滚粗” ；少量是“ 贵，再跌多少才有关注价值” ；只有极少量的企业值得去看年报全文。

这种直观印象，我一般是随手写在纸片上，过后就丢掉了。今天想发出来，看看大家对这样的东西有没有阅读兴趣。如果有的话，我以后就发在唐书房，也算留个底子。如果没兴趣，我就继续按照以往的习惯处理了。

比如截至今天，A 股已经发出来的三家公司财报，老唐的读后随笔就是酱紫的：

1. 北特科技 603009

制造汽车转向系统和减震系统的，无明显护城河。维修市场和生产市场都不大可能指明要某品牌转向和减震，在整车厂商面前不具备强势基础。

因而净资产收益率偏低，仅为6% 左右，净利率7% 左右，基本属于糊口的苦力。再考虑到新车市场整体增速已经放缓，对应当前市值70 亿，市盈率120 倍左右，基本不具备投资价值，丢。

2. 富春环保 002479

做垃圾和污泥处理的，具备日处理垃圾1000 吨，污泥6000 吨的生产能力。2016 年营收27 亿，净利润2.4 亿，净利率偏低。经营现金流5.6 亿，超出净利润两倍，回款良好。净资产收益率不到9% ，偏低。

大体来说，属于披着高科技皮的公用事业股，具备一定的区域排他性，收入稳定但受到管制。当前市值100 亿，40 倍市盈率。市盈率20 倍以下勉强具备关注价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

3. 汇金科技 300561

从事银行系统内部实物流转管理软件开发的，例如银行自助现金管理系统，银行现金流转内控系统，银行印章管理系统等，属于软件行业。

2016 年营收2.2 亿，净利润0.75 亿，净利率约1/3 ，经营现金流净额0.63 亿，回款基本正常。净资产收益率28% ，符合软件行业轻资产特性。

就行业而言，属于蓝海，有市场空间。但公司无技术垄断能力，客户财大气粗选择多，在产业链上，公司没有显著优势。当前市值55 亿，近70 倍市盈率，2016 年新上市，三年之内不用看。

这类看法，基本就是纯外行的第一印象。比如以上三份，我都是只看了摘要，连年报全文都没读，很可能错漏百出、误导大家。

要说有用呢，也就是能帮助大家走马观花地看一眼企业，或者刚好哪位对某家企业有研究，而老唐的印象错的离谱，这时可以提出来讨论研究研究。

所以，我颇犹豫这样的注水文字—— 感觉就像电视股评师打开K线看一眼，然后开始建议高抛低吸日内做踢一样，有没有必要发唐书房。你的意见是…… ？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年报浅印象2

原创 2017-01-24 唐朝 唐书房

过去一周，有4 家公司发布了2016 年度财务报告，它们是：000838 财信发展；603025 大豪科技；000545 金浦钛业；300401 花园生物。

④ 财信发展 000838

1997 年上市的老股，以前叫国兴地产。一家注册和办公都在北京，项目、土地和主要资产都在重庆的地方中小型地产公司。

现金买地—— 建房卖掉换现金—— 拿卖回的现金再搭上一点借款去买入更贵的地—— 建房卖出换回现金—— 拿卖回的现金再搭上一点借款去买入更贵的地…… 周而复始，最终留给股东的，究竟会是一大堆现金，还是一大片荒地？一直没想明白，十年后，二十年后，房地产企业的终极形态究竟是什么样子呢？所以，一直对地产公司不太感兴趣，也错过了很多地产大牛股。

即便什么时候对地产发生兴趣了，也会把目光放在更能抵御经济波动、获取资金的渠道更多、融资能力更强的全国知名大型地产企业上，对于这种集中一地、靠天吃饭的小地产商，兴趣不大。

再看财信发展当前80 多倍市盈率，股价一边上涨，二股东一边减持，态度坚决地一直减到清仓。这样的态势，摆明击鼓传花的博傻游戏，对于没打算来市场缴费娱乐的老唐而言，那就一个字：丢！

⑤ 大豪科技，603025

2015 年上市次新股。专业从事工业缝纫机智能系统开发生产，客户全部是为缝制及针织设备生产企业。公司采用直销模式，按照客户订单研发和生产。

大豪品牌创立30 年，目前是该领域龙头企业，其主导产品刺绣机电控系统2016 年在国内市场的市场占有率约80% 。

工业缝纫机和刺绣机设备市场趋于饱和，行业增速较慢，但由于中国是纺织品出口大国，行业竞争激烈。终端的惨烈竞争，导致生产厂家对于个性产品和智能产品的升级需求强烈，由于现有设备维修保养、配套使用等原因的影响，转换其他厂家产品相对麻烦，形成一定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的路径依赖，大豪科技的电控系统具备一定的护城河，盈利能力还不错。

以2016 年为例，工业缝纫机行业同比增长约3% ，公司营收6.9 亿，增长约11% ，扣非净利2.07 亿，增长约19% ，经营现金流2.4 亿，Roe16% ，经营状态良好。

股权结构合理，国资、管理层和公众股东三分天下。公司基本属于一个狭小利基市场里的大佛，外面的资本看不上，里面的同行很弱小。值得关注。

脚注：利基是英文niche 的音译，佛龛的意思。利基市场，指容量较小，面向特定小众的市场。一旦有一尊佛像占领了利基市场的大部分，新资本若进入将导致大家都亏损，新资本不进入则佛龛里的大佛日子还算滋润。

这种属于由“ 有效规模” 构成的护城河。参看去年11 月唐书房笔记《投资的护城河》

缺点方面：

首先，公司上市仅一年多，财务数据可信度暂时要持高度怀疑态度；

其次，刚刚募集了一大笔钱，新投产项目与要钱时的天花乱坠之间差距究竟有多大，会否显著拉低现有净资产盈利能力，需要观察；

再次，当前虽然距离新股上市第一个月爆炒后的高点跌去约2/3 ，但依然有近150 亿市值，市盈率高达80 多倍，对应企业预期营收和净利增速而言，估值太高，也需要等待；

结论：企业有潜力，但两三年内不值得入手，可以保持关注。

⑥ 金浦钛业 000545

曾用名吉林制药、恒和制药，现在被南京金浦借壳上市，注册地在吉林，办公和业务在南京，典型性资本市场玩家，来割韭菜的。

从事钛白粉生产销售的。钛白粉这东西，听着高大上，就是一种白色颜料。主要用户是涂料、塑料、造纸、油墨等行业，行业整体态势是中低端过剩，高端进口。

这种中间无差别商品，如果没有技术或资源上的明显优势，很容易两头受气，沦为苦哈哈。例如金浦钛业，2016 年财报里管理层不喘气儿，只用一个句号写了一大段长文，把自己夸成薄皮儿、大馅儿、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

十八个折的一朵花儿，为了我们读起来接的上气儿，我把它拆开：在全体干部员工戮力同心，积极化解严苛环保要求大环境下的生产经营压力，生产系统依托技术创新、环保综治、节能降耗等各项举措，努力挖潜增效、提质降耗；供应系统把控钛矿等大宗原料行情，依托金浦钛业集中采购优势，实现最佳节点最优性价比采购；销售部抓住机遇，通过重点客户提量、潜在客户开发、电商平台合作等一系列措施，在徐钛达产增量情况下实现产销平衡，结合国际市场开拓力度持续加大，进一步强化品牌建设，提升国内外市场竞争力，提高企业持续健康发展水平，

在董事会的关心支持下，公司经营班子成员带领全体 干部员工戮力同心，努力拼搏，较好地完成了董事会下达的年度各项经营目标任务。

听上去一定觉得2016 年赚嗨了，数据拿出来一看，全年销售钛白粉10.3 万吨，营收10.5 亿，净利润0.4 亿，低端产品毛利率不足15% ，高端产品毛利率19.1% ，综合净利润率不到4% 。

产销量同比增加35% ，而销售费用同比增加60% ，一看就是求爷爷告奶奶卖东西的主儿。就这，还是白条，经营活动现金流净额为负的1.3 亿。

靠着3 亿多收益率高达30% 的信托产品产生的利润（这收益，卖什么钛白粉啊，除非把钛字去掉，否则肯定全买信托拉倒），贴补报表净利润（年年买高风险劣后级炒股信托来补贴报表，也是奇观了）让pe 显得不那么刺眼。

拿着19 亿净资产，加上不靠谱的杠杆炒（du ）股（bo ），外加一群人忙活钛白粉生产销售，一年下来赚1.2 亿，基本上就是个价值毁灭型企业。当然，不妨碍市值55 亿，显然比一年前的百亿市值“便宜” 多了。

只要实际控制人郭氏兄弟不爆仓，这击鼓传地雷的游戏就还可以玩。郭氏兄弟持有的金浦钛业股票已经全部抵押，股价也已经腰斩，不知道还撑的住不？反正看热闹的不嫌事儿大，听说郭金东、郭金林俩兄弟最近闹分家，打起官司来了。郭金东上法院告了郭金林，郭金林也上法院告了郭金东…… 听着名字挺耳熟，不如请小三子郭冬临来调节调节吧（老唐逗闷子的，别信，郭冬临跟他俩没血缘关系）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

⑦ 花园生物 300401

位于浙江东阳的创业板企业。2014 年9 月IPO 上市，募集资金1.6 亿，最近拟定向增发融资4.6 亿，增发价格心理底限约为当前市价的不到4 折（原文表述为“ 拟非公开发行股票不超过3500 万，融资不超过4.6 亿，该事项尚待中国证监会核准。” ），当前总股本1.81 亿股，市价36 元，市值65 亿。

做维生素D3 的，看描述是用于饲料生产的，据说是全球最大的维生素D3 生产企业，拥有产能3000 吨，占全球总产能的一半。同时，是全球仅有的四家有能力生产D3 原料NF 级胆固醇的企业之一（国内唯一），拥有产能200 吨，市场占有率50% 。

不懂这个VD3 是个什么东东，但听上去很牛的样子。然而看财务数据，却又不能佐证和支持这牛叉。2016 年营收3.3 亿，净利润0.38 亿，净利率近12% ，经营现金流净额0.49 亿，回款情况还可以。然而2015 年营收仅1.5 亿，净利润更是只有476 万，似乎这东西波动的很厉害，具有很强的周期性，全球最大和全球唯四似乎也没什么掌控力。

企业管理层对于一年能赚3800 万似乎很满意，管理层发扬表扬和自我表扬的精神，如此表述2016 年的经营状况：“ 公司管理层精心经营，锐意创新，狠抓落实，凝心凝力，围绕公司的总体战略目标，出色地完成了2016 年的各项工作任务……”

VD3 的毛利率约40% ，胆固醇的毛利率约30% ，和全球最大、市场唯四的形象不吻合，推测上，是供应有限，但需求也非常有限。公司已经占据50% 市场份额了，一年也就不到0.4 亿利润，看上去发展空间不大。

所以，公司才推出募集4.6 亿资金的计划，准备投产环保耗子药新项目。当前市值65 亿，市盈率170 倍，上市刚满两年，三年后来看看耗子药投产后效益如何再说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年报浅印象3

原创 2017-01-26 唐朝 唐书房

又有6 家企业发布了2016 年财报，分别是：安泰集团600408 ；云意电气300304 ；沃华医药002107 ；安信信托600816 ；*st 景谷600265 ；三圣股份002742 。

8 ）安泰集团 600408

位于山西介休市。主营生产焦炭，供应钢厂，连亏N 年了。2015 年刚刚靠政府补贴1.2 亿、债务减免1.4 亿、关联企业付资金占用费2亿等多种手段，加上用部分亏损业务与关联企业的120 万吨H 型钢生产资产置换，来了一把众志成城、官民一心，大搞生产自救，总算摘帽保住壳了。

摘帽之后的2016 年，公司生产焦炭150 万吨，型钢约70 万吨、发电3.72 亿度、生产矿渣粉21 万吨，基本上都卖出去了，实现营业收入近34 亿，同比增长约43% ，结局呢？

巨亏5.82 亿，一年就把公司净资产亏掉约38% 。现在还剩下9.6 亿，再这么努力拼搏一两年，差不多就可以净资产归零，更方便重组卖壳了。继续呼儿嘿哟，努力生产自救。

管理层真的挺努力的，他们这么夸自己2016 年的巨亏行为：

报告期内，面对复杂严峻的外部环境，公司管理层审时度势，紧跟市场步伐，主动应对焦化、钢铁行业产能过剩，产品价格跌宕起伏的经营压力，积极克服资金紧张匮乏，原料供应艰难等不利因素，科学优化生产组织，适时调整经营计划，大力推行成本管理，节能降耗，通过各项积极应对措施基本保证了公司生产的稳定顺行和平衡过渡。一个个夸起自己来，真特么挺勇敢的，全然不顾连到期的银行贷款，也只能靠赖了。不过呢，反正市场也吃这套，就这企业，也有近50 亿市值。是等钢铁需求大回升？是相信曾经的山西首富“ 焦炭大王” 李安民藏有必杀秘籍，一招亢龙有悔力挽狂澜？还是都在等待资本玩家入场做接盘侠？

炒家的世界我不懂。

9 ）云意电气 300304

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

江苏徐州的汽车配件生产商，客户为整车生产厂家。专业生产车用供电及控制装置中的整流器和调节器的，两种产品各占营业收入的46% 。

按照公司财报表述，在新车市场，公司与上汽集团、广汽集团、长安福特、北汽集团、东风日产、上汽通用、吉利汽车，江淮汽车、长安汽车、奇瑞汽车、中国重汽、俄罗斯拉达汽车等国内外知名汽车厂商建立了稳定配套关系；在售后服务市场，公司产品供应奔驰、宝马、奥迪、别克等中高端汽车的维修体系。

该产业的发展逻辑有三：

其一，是整车行业本身的大发展；

其二，依照发达国家经验，汽车零件行业总产值，约为整车行业总产值的1.7 倍，而我国目前是84% 。逻辑推理，当汽车保有量达到一定程度的时候，维修市场带来的新增零配件增量，（加上新车配套，合计）会使零配件市场增长高于整车市场；

其三，我国零配件产业集中度低，现有车用零配件企业1.5 万家，年产值过亿元的大型企业非常少，未来通过竞争或并购，带来的产业度的提升，是企业的另一个增长极。

公司2016 年营收5.4 亿，同比增长24% ，净利润1 个亿，同比增长57% ，利润增长速度显著高于营收增长速度，企业可能存在明显的产量越大、成本越低的规模效应。由于客户都是大型整车厂，虽有账期，但回款情况还不错，经营现金流净额接近净利润。

企业可以关注。可惜的是，估值太高，就算保持这样的增长速度N年，也架不住估值回归的潜在威胁。2015 年中，就曾从约百倍市盈率跌至约30 倍市盈率，股价从42 腰斩之后再腰斩，直至11 元多才站住。当前市盈率又接近130 倍了，新一轮乐观派正茁壮成长。

企业也迎合着市场炒作口味，推出10 送28 股的高送转数字游戏，按照这种送转方案，股价也就14 块上下的样子，在菜市场大妈级别的炒家眼中，会比较“ 便宜” 。

大致结论是：企业可以关注，但无需着急，起码要反复割好几茬韭菜，几度春风几度霜，夹头才能轮上岗。

10 ）沃华医药 002107

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

智商税企业。出于你懂的原因，书房回避这话题。我跳，我跳，我跳跳跳。以后同类企业，直接略过不提。

11 ）安信信托 600816

信托行业，在我看来，属于比银行还要略复杂的金融企业。现有全国近70 家信托公司，其主要业务模式，依然是扮演其他金融机构的通道，在黄世仁和杨白劳之间拉皮条抽头获利，或者为他人躲避监管提供便利收点过路费。

以当前中国的金融市场看，但凡需要通过信托借钱的，要么是不符合银行贷款条件，也不符合发债条件；要么是产业政策控制对象（例如挖矿的，炒股的，房地产的），在银行和资本市场融资有颇多限制。总体上来说，属于风险较大、信用情况略差的贷款人。

正因为条件差点，给的利息也高，给皮条客的抽头也大方，在经济环境较好的情况下或者在有条件借旧换新的环境下，各方满意。一旦环境逆转，比较考验信托公司的产品设置和风险控制能力。

至于信托公司原本被赋予的资产管理功能，在银行、券商和基金公司的竞争下，没发现信托公司找到独特有效的细分竞争模式。

安信信托，民营背景的信托公司，收购以前的鞍山信托更名而来。2016 年营收构成中，发行和管理信托产品的手续费佣金收入45 亿，占总营收的约87% ，投资和利息收入占营收的9% 左右。净利润30 亿（金融企业直接看净利润数字，参考价值并不大，核心是资产质量），当前市值约515 亿，市盈率约17 倍。

业务复杂，无法简单评价，要想真看懂，需要付出大量时间和精力，且企业竞争优势不明显，不确定较高，市场估值还不便宜，这些因素导致老唐不怎么看信托行业。跳过。

12 ）st 景谷 600265

云南傣族自治区里的木材加工厂，生产人造板的。这企业，一看就是我党特批少数民族一个依法骗钱名额，下山来均贫富的。

一年下来，卖人造板7000 万，生产成本6600 万，然后公司管理费用、销售费用、财务费用加总4600 万，这种生意怎么做？

2014 年和2015 年已经连亏两年，亏得公司资不抵债，净资产为负的8150 万了。所以，今年必须淫！必须滴，否则最后一块冰棍——壳，也要化成水。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

于是，政府、银行、信托公司联手减免债务本息，使净利润从亏损4682 万，变成盈利3371 万，并使得净资产由负转正，拥有了高达2029 万的账面净资产，每股净资产由负数变成了接近一毛六了。

高增长。增幅大的已经脱离了数学的管辖范围。于是炒家们很开心，预计将摘帽保壳，所以给出了每股33 元的价格，市值43 亿。

这种资不抵债，越亏越光荣，经营越烂股价越涨的情况，往往导致很多初入市场的新朋友，夜不能寐、辗转反侧，几度怀疑人生。唐书房的朋友里，有没有因此而怀疑人生的（笑）？

可爱的是，这家公司财报用了满满一页，足足超过1000 字，详细展示了企业的“ 核心竞争力” ，分别阐述了公司具有的资源优势、规模与品牌优势、队伍优势、上市公司优势、扶贫带动优势和技术优势。好荒诞的一幕。

董秘绝对是位幽默大师，坦然地告诉股民（请恕老唐不用股东二字）：我们依赖着企业的资源、规模、品牌等方面具备的核心优势，上下同心，众志成城，终于把公司亏得裤衩都木有了。靠着政府和黄世仁施舍的几块布，我们成功地遮住了秘密基地。哈哈，够厉害吧！请为我们点赞！

13 ）三圣股份 002742

2015 年2 月上市的中小板企业，位于重庆，拥有石膏矿，挖矿然后深加工，生产商用混凝土、减水剂等建筑材料的石膏深加工企业。连续几年都是十来亿营收，一亿多净利润，说明在原行业干的挺稳定。

纯民营企业，夫妻俩持有公司57%+ 的股份。上市拿到钱之后，立刻预谋投资一家药企，后因故没搞成。2016 年抬望眼，仰天长啸，一口气将视力投向了遥远的松花江，成功收购了吉林省辽源市的一家小型化学药生产企业。

这个收购跨度有点大，我们可以脑补一群挖矿然后加工成混凝土卖的人，突然穿上纯白阿玛尼进入化学药生产管理的场景，非常违和。

药厂很小，2016 年营收不到6000 万。公司2016 年的15 亿营收，1.18 亿净利润，主要还是靠传统的混凝土和减水剂支撑，其中混凝土营收12 亿多，是主力产品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

原行业稳定，发展空间不大，刚刚上市来了一笔资本块钱，地域和行业跨度极大地收购一家几千公里外的小型药厂，企业实际掌控人持股比例较高，可以迅速决策…… 这几项因素加总来了，基本上可以确定，董事长及其夫人现在是耗子扛枪—— 起了打猫心肠，计划里应外合和某金主一起在资本市场玩把概念。

看颜值，也有条件玩：总市值仅45 亿，符合市场依赖壳资源价值托底的炒小习惯。流通盘小，仅有7000 万，流通市值仅14 亿左右，如果董事长肯参与配合，按照控制流通盘两到三成的比例考虑，有个三五亿资金就可以玩的风生水起。

董事长夫妻，传统行业奋斗一生，习惯了求着人贷款，苦哈哈土里刨钱。虽然生意忙的嗨，现钱却铁定是没存下几个的。突然上市，无中生有的账上多出四五亿白花花的现银，人生观价值观世界观难免受到巨大冲击。上市融资4.88 亿，付出5000 万中介费用的经历，也必定让董事长明白了“ 舍不得孩子、割不到韭菜” 的伟大理念。现在360 度凌空转体三周半，将目光瞄上那么寒冷遥远的小药厂，老唐YY ，这是“ 参与配合” 的体征表现。

综上所述，这股票今明两年，变身题材股概念股的几率很大。老唐不参与这些东东，感兴趣的朋友可以端板凳围观，当个乐子看呗！—— 申明，以上推测，纯属老唐YY ，请勿依此决策。

怎么样，读财报是不是挺好玩的？

《手把手教你读财报》的副标题：“ 财报是用来排除企业的”—— 唐朝

“ 我没有失败，我成功地排除了一千多种不能用来做灯丝的材料”—— 托马斯. 阿尔瓦. 爱迪生。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年报浅印象4

原创 2017-02-09 唐朝 唐书房

自1 月26 日至今，深沪股市共计有3 家公司发布年报。其中精华制药跳过，另外2 家中，貌似有宝。

14 ）联美控股 600167

公司最早叫黎明股份，后来被st 了，再搞重组，从st 黎明，变成st 沈新开，2006 年联美集团入主后，主业就彻底变成以沈阳市的供暖服务为主了，但公司继续保留沈阳新开的名字，到2008 年才更名为联美控股。

这家公司实际控股人苏氏家族，看上去貌似很沉稳。自2006 年入主后，就一直踏踏实实地从事沈阳市区供暖业务，没起过什么其他歪念头。供暖行业主要收入来源，一是初装费（一次收钱，但分10 年计入营业收入），二是供暖费。收入稳定可靠，经营现金流净额远高于净利润，典型的公用事业股。

2016 年以前，公司核心资产是全资子公司“ 沈阳浑南热力公司” ，主要为沈阳市浑南新区供热。2016 年又通过发行4.7 亿股作价约47 亿（每股10.13 元），收购了沈阳新北公司和国惠新能源公司全部股权，使公司控制的供热区域扩大至约占全沈阳市15% 左右的供热面积。

以这俩收购对象2016 年净利润约3.7 亿计算，按照增发时的股价16 元计算，4.7 亿股约75 亿，20 倍市盈率。考虑到锁定期折让，大股东心不算黑，交易价格基本合理。2016 年浑南、新北和国惠三家全资子公司，合计净利润约6.5 亿，占合并报表净利润的九成以上，公司主业清楚集中。

2016 年供暖及蒸汽营收12.7 亿，毛利率33.8% ，管道接入营收4 亿，毛利率91% ，两项合计占据总营收16.7 亿的80% 以上。其他业务主要是发电，电厂装机很小，年发电只有4 亿度左右，但设备运行小时远远高于全国火电平均水平，估计是因热电联产，得以挟供热之威以售电。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

总体而言，收入稳定，成本主要受煤价波动影响。公司2016 年供暖面积约4600 万平米，接网面积6160 万平米。按照现在的接网面积，会成为未来供暖面积的常识考虑，企业有潜在的成长性。

很奇怪，公司2016 年11 月再次更名为：联美量子股份有限公司，简称暂时还是联美控股，但很显然很快也会改成“ 联美量子”了。同时幕后老板也借原董事长过60 岁的契机，正是登上了法人代表一职。

这个“ 联美量子” 的名儿，似乎酝酿着啥蠢蠢欲动的意思。一个供热的公司，跟量子有毛线关系，就因为旗下搞了一个注册在拉萨的三六六移动互联科技公司？也跟“ 量子” 二字不搭界啊！

当前市值约120 亿，以2016 年净利润计算，pe 约17 倍，以扣非净利算，pe 约30 倍。总股本6.8 亿，流通股本2.11 亿，股价约18 元。以A 股小盘受追捧的特性看，该公司优良的资产，稳定的现金流，朦胧的题材，在A 股小盘里可能算是佼佼者了，相当值得关注。

以资产结构看，总资产65 亿，流动资产25 亿（其中现金13 亿），固定资产27 亿，资产结构干净合理。负债方面，几乎没有有息负债，主要由预收款10 亿、递延收益23 亿、经营性占款6 亿组成。其中递延收益主要是一次性收取用户的接网费用，按照会计规则计入负债，分10 年转入营业收入。可以说，所有负债都是良性负债，穿透看，已经是公司资产而不是负债了。

唯一比较不舒服的是，账上大把现金，居然不分红。是2017 年有重大投资需要呢还是别的什么理由？需要进一步阅读。

至于风险，暂时我能想到的就四条：① 东北衰败导致的人口外流，使供暖面积增长乏力；② 煤价上涨导致成本提升。毕竟煤价已经市场化，而供暖价格却依然处于管制之中。反过来说，如果煤价走下降趋势的话，该特性又会为公司增加利润；③ 大股东苏氏家族将公司现金腾挪到其他产业上去，且投机失败；④ 国惠环保和三六六两家子公司的所得税优惠，都将在今年年底到期。届时国惠环保所得税率将从15% 变成25% ，三六六将从9% 变成15% 。

本文只是老唐粗看过一眼后的浅印象，请勿依此决策。哪位对这家公司有研究的，还望不吝分享。或者有好的券商研究报告，也欢迎推荐。谢谢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

15 ）ST 工新 600701

公司名字挺高大上的，叫“ 哈尔滨工大高新技术产业开发股份公司” ，第一大股东确实是“ 哈尔滨工业大学高新技术开发总公司” ，然而，高端大气上档次的名字也挡不住传统产业的没落。

2016 年营收16.5 亿，净利润从去年的亏损1800 万，变为盈利7600 万，但如果扣除非经常性损益，净利润就还是亏损600 万。盈利来自出售资产，是常见的保壳游戏。按照规定，财报发布后5 个工作日（本周五），交易所就要确定它是否摘帽。一般来说，不会有悬念的，应该会摘。

公司以前做牛奶、豆制品的，貌似有点丢“ 工业大学+ 高新技术” 这组合的脸。确实丢了，这些牛奶和豆制品的，经营的很烂，目前只占到公司营收的1 成出头的样子。2016 年牛奶豆制品营收7000 多万，毛利率只有4.8% ，毛利润仅355 万，肯定是大亏的。估计是老职工没处打发，只好苟延残喘开着门。2016 年产销量相比2015 年是腰斩，看不见前途。公司主要靠零售和商场出租撑着。零售和商场出租产生营收约7.5 亿，有1.5 亿左右的毛利润。

2016 年10 月和11 月两次增发合计约5.36 亿股，增发价格6.05 元，换来7 亿多现金和汉柏科技100% 股权（该公司账面净资产10.8 亿，评估值16 亿，成交价25 亿）。定增进来的股东，持有了公司约52% 的股份。

通过定增，公司净资产从9 亿左右变成42 亿多。如果不是上市公司的话，新股东来进来占一家净资产9 亿多、连续亏损的夕阳企业52% 股份，通常而言，对应投入10 亿左右净资产足矣。多出来的二十多亿，扣掉汉柏科技评估虚高部分，剩下的就可以看作资本市场对壳的定价了。

汉柏科技，主打网络安全、云计算、人脸识别等领域，号称“ 全球领先的人工智能. 云计算专家” 。但2016 年财报里，可能跟汉柏科技有关的部分，商品销售毛利率8.92% ，信息服务业毛利率23.59% ，看上去长得不像是高技术脸，倒是一脸的IT 民工苦相。

公司玩个小把戏，故意把传统的商业服务业和高科技的信息服务业混在一起汇报，大概是想引导读者以为高科技部分有十多亿营收吧！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

软件行业有个好处，造假成本低（原因参看《手把手教你读财报》59 页）。如果炒家需要提升公司营收和利润很容易，以老唐的小人之心推测，这家公司2017 年和2018 年“ 业绩” 可能会出现高增长态势，当然，前提是2 月10 日前上交所同意它摘帽。

因为对汉柏这个品牌好像有点耳熟，一时手痒，上京东搜了一下，有个旗舰店，摆了三种服务器，评价数均为0 ，其他商品分类里都没东西。

经验说，当旗舰店里的高价虚拟产品成交量抬头时，可能就是股市故事会要开始了。闲的那啥疼的人，若有兴趣可以端板凳扮演吃瓜群众。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年报浅印象5

原创 2017-02-13 唐朝 唐书房

周四早上7 点，唐书房推送了《年报浅印象4 》，文中提到一家可以看的公司“ 联美控股” 。为了纪念翻完发布年报的全部15 家，就找到这么一家“ 可以看” 的公司，老唐躲在被窝里投入“ 重” 金，于18.44 元（ 回笼觉醒来遇到的价）买入了——100 股（哈哈，老唐保证绝不是漏打了万字），结果当天居然拉高到20 元，差2 分钱涨停，收盘19.51 元，上涨7.2% （周五跌2% ），获“ 暴利” 数十元。

周三翻联美控股财报的时候，有两个小困惑，一时大额货币资金对应低利息收入的问题；二是大额其他应收款资产来源问题。当时没有时间细翻，正好周末只有一家公司发布年报，老唐又翻了翻联美控股的前几年的年报，大致梳理了一下。

第一，关于账上大额现金问题。

公司过去5 年账上的现金如下表（亿元）：

	2016	2015	2014	2013	2012
货币资金	12.74	6.97	13.41	11.19	7.18
利息收入	0.1	0.17	0.17	0.14	0.14
加权收益率	1%	1.7%	1.4%	1.5%	1.9%

所谓加权收益率，是老唐以年初和年末资金总和的一半，毛估估算作一年内的平均持有资金。

以上面的收益率看，非常可疑。账户上高达数亿乃至十多亿资金，不做理财，不搞投资，甚至连定期存款的收益率都达不到。考虑到实际控制人旗下有数家房地产企业，对资金的成本和收益应该相当敏感，这个现象相当反常。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

老唐推测，这些钱，一年的大部分时间，都不在股份公司账上，已经被控股股东直接或间接挪用了，只是在季末年末才回到账上，供会计师事务所验帐。这也顺带可以解释为何账上有大量现金，同时每年还要收到大量现金，却连续三年不分红的原因：大股东其他产业有严重的资金饥渴症，需要股份公司输血。

至于2015 年货币资金突然少了6 亿多的问题，在下面一个疑惑里谈。

第二，关于大额其他应收款问题。在2016 年财报中，公司资产里有高达10.2 亿其他应收款，其中以上海金沪集团欠的9.5 亿为主。理了一下这笔钱的来龙去脉，总体不算负面，但故事比较长，待老唐慢慢说来。

2015 年1 月，联美控股花9000 万收购了一家名叫“ 上海澜盛” 的地产公司。这家公司是个壳公司，2013 年11 月19 日成立，本身没有经营活动，只是持有“ 上海虹桥置业”33% 股权。

在联美控股买上海澜盛的时候，上海澜盛的资产负债表超级简单

资产		负债及所有者权益	
其他应收款	8.7 亿	其他应付款	8.65 亿
		股东权益	0.05 亿

也就是说，这家公司成立收到了股东500 万的投资，然后借了8.65 亿，凑够8.7 亿，直接借给项目公司“ 虹桥置业” ，拿去付了买地的钱。地，位于上海青浦区西虹桥商务区内，174 亩（约11.65 万㎡），容积率为2.5 （建筑面积29.14 万㎡），商业办公用地，土地拍卖成交价26.22 亿（楼面地价约9000 元/ ㎡）。这8.7 亿，就是按照33% 股权应该交的土地款，2014 年3 月17 日交清了。

这8.65 亿，是上海澜盛向当时的大股东上海复地借的。2015 年1 月，上海复地把上海澜盛卖给了联美控股。为啥会找到联美控股呢？因为虹桥置业的其他67% 股份，是由联美控股的大股东苏家直接和间接持有的。也就是说上海复地把这块地的权益卖给了合作伙伴，顺理成章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

联美控股花了9000 万，然后又拿出8.65 亿借给上海澜盛（→ 虹桥置业），归还了上海复地的借款（所以2015 年联美控股账上现金锐减），复地退出。这块地就100% 掌控在苏家手中了，其中上市公司联美控股占权益33% 。

接下来，土地要开发了，联美控股追加了1980 万投资，同时和苏家一起按照股份比例，借给虹桥置业一些钱用于前期开发（正常行为），这样，虹桥置业欠上海澜盛9.5 亿左右，上海澜盛欠联美控股9.5 亿左右。

到了2016 年9 月，联美控股把上海澜盛公司转手卖给了上海金沪集团，作价1.7 亿。同时，金沪集团负责代替上海澜盛归还欠联美控股的9.5 亿欠款。

至此，联美控股完成了一次地皮炒作。0.9 亿买进来，追加了0.2 亿投资，然后垫付了9.5 亿现金，干了10 个月左右，1.7 亿卖出去。账面上是赚了0.6 亿的样子，但9.5 亿现金什么时候还，我没查到合同。

依照2015 年和2016 年间上海房价涨幅毛估，即便联美控股最终收到上海金沪集团的9.5 亿欠款（我估计问题不大），这笔生意也很难说做的划算。

相当于说，把一块上海西虹桥商务区价值26.22 亿的土地，持有了10 个月，完成了前期开发，只增值了约1.8 亿（占股33% ，获利6000 万，相当于整块地增值1.8 亿），涨幅6.8% ，这比房地产行业常见的融资成本还略低。等于联美控股花了10 个月左右时间，动用11 亿左右，在上海房价大涨的期间，地价的增值部分最终归了别人（推测是大股东苏家），自己就收了6000 万利息，且本金的大头还没拿回来（1.7 亿转让款已经收到）。

综上所述，上市公司联美控股，在一买一卖上海澜盛的过程中，主要扮演是提供资金、承担风险的角色，没享受到投资收益。当然，苏家也不算很过分，给了勉强合理的资金利息，同时，金沪集团承诺的本金归还，也还是基本有保障的（毕竟这块地的开发还控制在苏家手上），不大可能变成坏账。

结合以上两点疑惑，以及《年报浅印象4 》中关于联美控股主业经营的判断，老唐个人认为：

① 这家企业的主业不错，供暖面积和接网面积增长量都不错，收益稳定有保障，现金流良好，具备一定的成长性—— 供暖面积过去三年分别为1760 万㎡、1980 万㎡、4600 万㎡，接网面积过去三年分别为2400 万㎡、2600 万㎡、6160 万㎡（2016 年的大幅增长是有沈阳新北和国惠新能

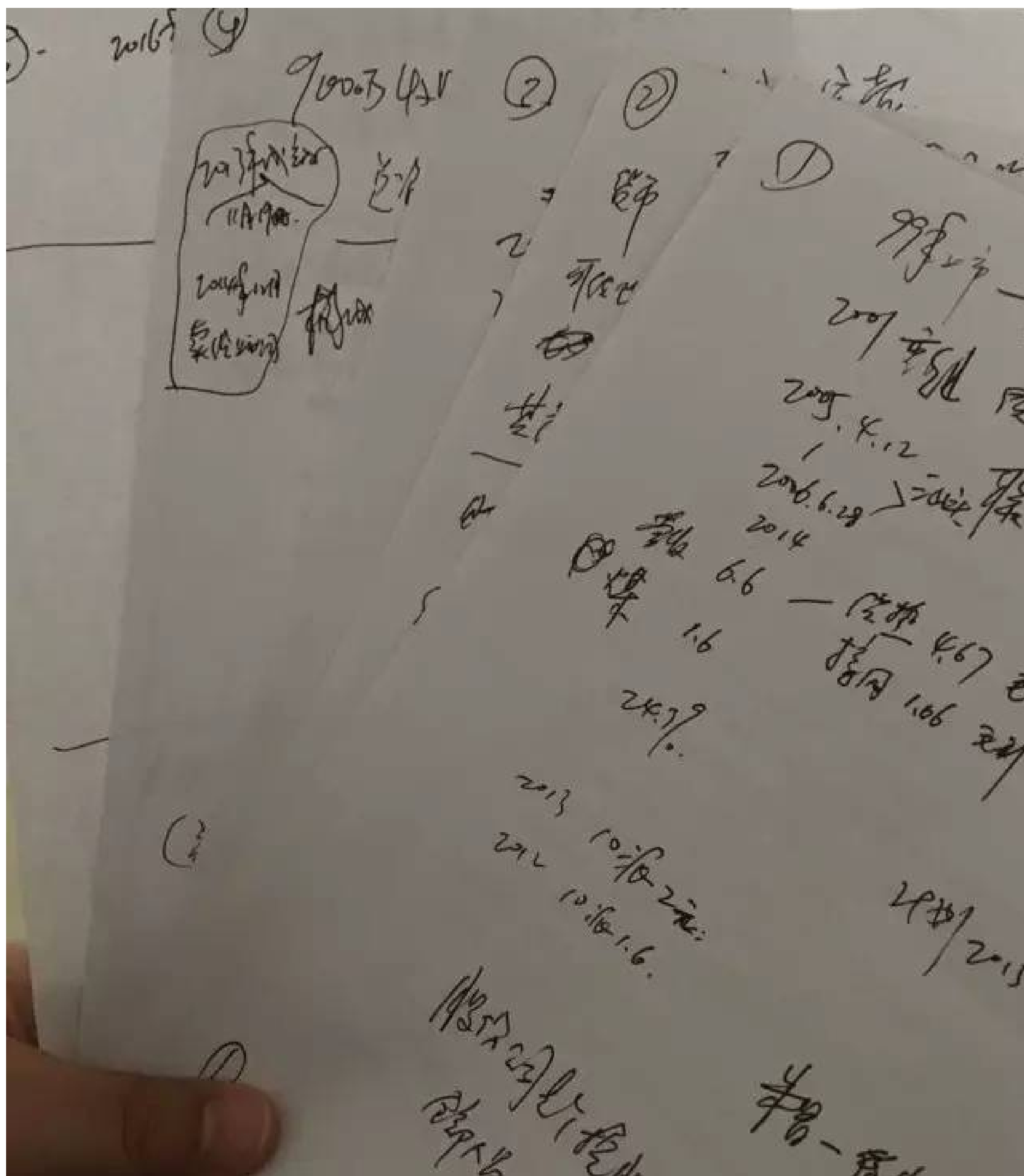
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

源两家公司的资产注入）。以主业看，当前估值基本合理；② 然而，公司需要扮演协助大股东发展其它产业的角色，现金很可能被大股东秘密挪用，并可能时不时地按照大股东的需要担任垫脚石角色，有一定的道德风险。因此，需要一定的道德风险折扣才值得下注；③ 依照“ 无端改名联美量子+ 实际控制人在原董事长距离任期截止仅有数月的情况下（原任董事长任期2017 年5 月到期）主动登台” 两点迹象推测，有资本运作打算，可能意图在市场上炒一波。但什么手法，什么时机，无法推测。

结论：就100 股保持观察，若有市值八十亿左右的机会，我可能愿意入场试试。否则，纯观摩表演。

有朋友想看老唐的手稿，给张照片你就晓得了：原稿属于乱涂乱画型，除了我自己，其他人看了绝对晕菜，哈哈。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



16 ）同花顺 300033

这个行业，老唐纯小白，想不通它的确定性在哪里。很早的钱龙独霸天下，后来的东大同群雄并起，到现在的百花争鸣，不明白这类企业的护城河在哪里。

同花顺产品毛利率超过90% ，净资产收益率高达50% 左右，肥的流油。要说其他资本不觊觎这块肥肉，那铁定是没人信的。但东大同们，究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

竟靠什么阻挡新的竞争者进来提供更好更廉价的产品呢，技术、渠道、服务、已经形成的网络…… ？

行情技术，似乎不难；渠道，没什么渠道是低价拿不下来的；服务，除了正确稳定的交易数据以外，从没体验过行情软件附带的任何服务，理解不了这种优势；已有网络，据说全国90% 的券商都用同花顺，但在核新同花顺崛起之前，好像全国券商100% 都用钱龙，后来呢，今天钱龙还在吗？

科技行业，是个考眼光的行业，看见的是高回报，看不见的是高风险。

正巧今天看了一个视频：

—— 以保守投资者的眼光看，科技领域下注，更像是一种有利于推动社会生产力进步（区别于赌场）的赌博活动：整个行业平均投资回报率平平，极少数项目暴富，绝大多数投资表现为亏损或巨亏，而社会及消费者从中获取极大收益。

不懂，所以没法评价。欢迎有研究的朋友留言发表看法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年报浅印象6

原创 2017-02-15 唐朝 唐书房

17 ）金盾股份300411

主营地铁和隧道的风机、风阀和消音器，其中地铁配套是核心业务，2015 年地铁类产品占总营收的2/3 ，2016 年地铁类产品占总营收的58% 。经营区域以华东为主，拿工程依赖于各地政府开工地铁线路多寡，这两年全国开建地铁较多，应该属于该行业日子相对好过的时间段。

前五大客户销售额占据总营收的3 成以上。受规模所限，中标或没有中标某地铁项目，会给公司营收和利润带来较大波动。

3.44 亿营收，对应经营现金流净额仅1700 万（2015 年为-2867 万），政府地铁建设工程款，成为坏账可能性较低，但账期可能较长。推测公司的经营模式就是部分垫款建设，完工慢慢要钱，要来的钱又垫进下一个项目。

资产负债表显示应收账款5.15 亿，占总资产的58% ，和净资产5.8 亿非常接近。垫款为当年营收的近1.5 倍，佐证着资金回收期约为一年半。所以，公司拿工程不仅受限于与招标，也受限于自有资金的多寡。

这马上要融资了，要融十多亿，据说前五大股东认购90% ，不知道资金从哪里来，刚刚上市的企业，总共融资也就两亿多，大股东一下子要拿9亿多出来，恐怕也不是容易的事情。

融资过后，就是收购，要花二十多亿收购一家做红外线成像仪、一家做伪装涂料的公司（军工概念），看着也不省心，这仨领域搭界吗？出圈了。就算收购靠谱，资金又是大问题，除了股权融资，还得大大提升资产负债率多多借钱才搞得定。

当前市值约70 亿，市盈率约160 倍，市净率十多倍，这也就是大A 股赌徒炒炒筹码玩，都相信会有更傻的傻蛋会出高价接手。最终接下最后一棒的就头顶傻帽，刷刷冒傻气的卢瑟，脱手的上家就可以梳理胸毛自称东方不败，大碗喝血大块吃肉了。

残酷的游戏！

18 ）雪浪环境 300385

这名起的好，不知为什么，一看见就想起那著名的“ 长头发大波浪”女友标准的段子，略污。但雪浪环境这名真挺好听的，而且无锡天然就绝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

配环保产业。“ 东周至秦，此地有锡山产锡，至汉代被挖空，故得名无锡” ，这活生生就是一个资源型废城逆袭转型的天然榜样嘛！

无锡雪浪环境科技股份公司，2014 年上市的次新股。1.2 亿总股本，算得上袖珍型上市公司了。主营业务分三大块：烟气净化设备、灰渣处理设备、危险废弃物焚烧处置。其中前两项业务是雪浪的老底子，医疗废物、工业废物焚烧这一块，是2015 年通过收购“ 无锡工业废物安全处置公司” 后新拓展的业务范围。

医疗废物、工业废物处理业务，毛利率不低（53% ），远高于企业原来的设备生产业务（28% 左右），雪浪吃到了甜头，继续集中力量在废物处理这块发力，收购了江苏汇丰天佑环境公司、准备参股上海长盈环保公司以及宜兴凌霞固废处置公司，同时卖出全资的机电子公司。明显是以设备生产守土、以废物处理拓疆的战略布局。

这种拓展，挺有眼力的。废物处理这种行业，听着脏兮兮的，但业务稳定，且一旦建立了，就能形成覆盖半径内的垄断（政府不大可能再批准新建第二家），形成由“ 有效规模” 构建的护城河。

2016 年营收约7 亿，同比增长20% 。其中各类设备生产销售创造营收约5.8 亿，废物处理创营收1.1 亿。设备生产销售中，又以垃圾焚烧发电设备中标带来的业务收入增长最为迅速，垃圾焚烧发电这块创造营收4.8 亿，增速高达40% 。全年净利润0.89 亿，增长57% ，扣非净利润0.59 亿，增长10% （这种企业的扣非净利润有低估之嫌，其部分归为营业外收入的政府补贴，实际上是营业收入的一部分）。

当前总市值44 亿，pe 约50 倍。站在旁观者的角度看，这家公司是一个很不错的炒作标的。

首先，流通市值非常小，仅有17 亿出头，有个三五亿资金便有能力兴风作浪了；

其次，以大A 股习惯，一个干净的空壳也要给个十多二十亿估值，而这家企业还有约莫八亿净资产，且资产本身质量还不错。这就相当于给当前44 亿市值兜了一个约30 亿上下的底，坏也坏不到哪儿去；

再次，我天朝子民现如今肚皮吃饱了，有闲心来关心环境了。有没有落实能力先不说，中南海里总要时不时地弄出一些打击污染、鼓励环保的政策条文，向人民表示没忘大家淹没在迷雾中的灰黑色口罩。这些政策先不说结局如何，也不说公司能否从中捡到实惠，至少可以确定，它们免不了被资本玩家利用来创造市场炒家挚爱之“ 想象空间” 。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

最后，公司本身在垃圾焚烧发电设备总包方面有龙头优势，这行业内也没有什么巨无霸，市场大大滴，对手弱弱地。同样，医疗和工业废物处理，利用无锡工废的成熟技术和经验，异地复制也不是难事，同样也是全国没有行业巨头，市场大大滴，对手弱弱地。如果不出什么幺蛾子烂事儿的话，企业和炒家完全可能形成良性循环：炒家推高股价→ 企业高位增发或配股融资→ 异地收购扩张→ 扩展提升业绩→ 业绩推动股价上涨→ 企业继续融资扩张……

以上故事，纯属YY ，如有雷同，也是瞎撞，请勿依此决策。另外，公司财报给自家做的swot 分析蛮不错的，截图来观摩一下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

内部条件 / 外部环境	优势（S）	劣势(W)
	1 公司在烟气净化和灰渣处理的细分行业处于龙头地位，品牌优势明显 2 业主大多为知名和大型企业 3 公司募投项目投入使用，能够有效解决产能不足问题 4 公司技术人员多，技术实力强 5 公司已成功涉足危废运营领域 6 作为上市公司，融资渠道较多	1 总体规模不大 2 危废运营时间较短,危废运 营主体数量较少 3 资金较为紧张 4 应收账款高
机遇(O) 1 国家环保政策倾斜 2 经济发展更加倾向于与民生相关方面 3 城镇化率和经济发展提高垃圾量 4 钢铁企业整合带动钢铁企业利润上行,环保需求加大 5 危废处置行业目前集中度不高 6 长三角地区危废产生量较多	SO战略选择: 1做好企业宣传，提升行业知名度 2 依靠技术优势，获得合作伙伴的认可和推荐; 3聚焦垃圾焚烧和钢铁行业,积极跟踪项目，未雨绸缪，强化市场开拓; 4 利用产能优势和融资优势，加大主业发展; 5外延式发展优先考虑在长三角地区做大做强。	WO战略选择: 1 充分利用当下环保行业的大好时机,坚持烟气净化和灰渣输送不动摇，为企业发展提供支持; 2 利用和发展好无锡工废,作为人才基地和研究基地,进一步提高危废方面人才数量和质量; 3 多措施筹措资金,实现企业发展。
挑战(T) 1 市场竞争加剧 2 行业兼并重组加速 3 钢铁价格上涨推动成本上涨	ST战略选择: 1采取切实有效措施，降低成本:2 进一步开拓市场，利用品牌优势和技术优势提升竞争力;	WT战略选择: 1 有选择性进行竞争,避开低价竞争，实行聚焦战略; 2 加强对外合作,实现资源互补

唐书房

19 ）澳洋顺昌 002245

这公司，完全看不懂想干嘛！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

最早就是个货运公司吧，从事钢板铝板物流配送的；

2010 年收购一家农村小额贷款公司，进军金融业；

2011 年收购一家公司生产LED 照明芯片；

2016 年收购一家锂电池生产企业，从事锂电池生产；

现在又设立一家集成电路企业，准备投资集成电路芯片；

期间还卖掉了一家搞什么围栏系统的公司，听名字应该是搞车库门、小区门之类的业务吧！

下属十多家公司，从事着至少五个完全不搭界的行业，累计合并创造营收19.3 亿，这究竟是比全时四驱还要多一驱的五轮驱动，还是意图学习伟大的剥壳虾？

要说学巴神，这眼光可就差远了。旗下钢板物流和铝板物流，2016 年创造营收约13 亿，毛利率基本也就20% 出头，净利率约5% ；LED 听着听洋气，毛利率17% ，还不如送货呢！锂电池总够前沿了吧，毛利率27% ，看样子也卖不起价；至于小贷和集成电路芯片，拉倒吧！那玩意儿能活着就算比较有能耐了。

你说要早些年就把这东一榔头西一棒子的钱集中发展物流，说不定也是钢板铝板界的顺丰了—— 澳洋顺昌速运，多跩！

现在这样子，真替董事们心累，你说开个董事会，先讨论送钢板铝板超载面临的高速路乱罚款乱收费，然后研究LED 发光技术前沿以及能源供应对光源材料未来的影响，再高瞻远瞩一下我国新能源汽车的发展趋势和董小姐收购银隆失败的经验教训，总结一下最近央行货币政策对市场资金供求的短期及长期影响，然后就集成电路是否依然遵照摩尔定律发表自己的看法…… 这听着像是德云社小岳岳一伙的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年报浅印象7

原创 2017-02-18 唐朝 唐书房

20 ）英唐智控 300131

这公司财报蛮奇怪的。营收42.2 亿，其中40.3 亿是“ 电子元器件分销业务” 创造的。但这个电子分销业务的经营主体华商龙公司，是去年才收购来的。收购的时候，华商龙净资产2.43 亿，卖给上市公司作价11.5 亿，承诺2016 年净利润不低于1.4 亿。

今年股份公司（含华商龙在内）营收42.2 亿，扣非净利润1.38 亿。意味着上市公司原来的业务基本没了，眼睛一眨，老母鸡变鸭。一年时间，公司就完成了脱胎换骨的大转变，其营收和净利润近于全部由华商龙创造。然而，华商龙的100% 股权交易价格是11.5 亿，英唐智控现在的市值是100 亿，细思极恐。

电子分销业务，面向国内和国外的销售大约六四开，看不明白，不太清楚卖些什么东东。创造了超过40 亿的营收，想必卖的东西确实不少。以公司网站披露信息看，主要是代理别家的电子产品销售，属于贸易公司。毛利率很低，不到9% 。看不出有什么竞争优势。

21 ）露笑科技 002617

论收益率，露笑和卖笑差远了。露笑的净资产收益率才3% 出头，还不如买银行理财！公司净资产22.7 亿，全年净利润仅6500 万，经营现金流居然是负的2.9 亿。这数字的含义是：卖了货收不到钱，进货则需要付现金。怪不得要“ 露笑” ，一副到处赔笑脸的形象。

看公司业务介绍，挺高大上的：“ 公司是专业的节能电机、电磁线、涡轮增压器、蓝宝石长晶片研发、生产、销售与一体的企业，公司在品牌和客户资源、研发、产品质量品牌、技术、规模等方面具有一定的优势。”

老唐估摸着写这段话的作者，憋死了无数脑神经才把一个以生产销售漆包线为主，机电产品、汽车配件和晶片为辅的传统企业，以如此婉转的笔法表达出来。

然而，掩盖不了的是，公司主营收入14 亿，其中11.8 亿是漆包线业务带来的，毛利率仅有10% 。而另外的2 亿左右营收，分别为：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

机电产品1.5 亿，毛利率20% ；汽车配件0.4 亿，毛利率33% ；蓝宝石晶片0.15 亿，毛利率-47% 。

—— 你没看错，蓝宝石晶片毛利率为-47% 。成本2200 万的东西，以1500 万卖出去，还得额外拿钱发工资缴税。就这，还卖不出去，2015 年生产了197 万片，只卖出去146 万片。所以2016 年不敢开工生产了，产量一共只有不到39 万片（减产超过80% ，可以想象数字背后的工厂情况有多惨），销售了不到77 万片，总算清了一些库存。

唉，残酷的商业社会，不是所有的牛奶都叫特仑苏，不是所有的球队都叫特能输，不是倒贴钱就一定有人愿意看你露笑。

有趣的是，2016 年应收款从2015 年末的3.07 亿，增加到2016 年的4.34 亿。全年一共赚了1.38 亿报表净利润，应收款就增加了1.27 亿，一位赚白条的主。按说管理层是不是应该自我批评一下，或者解释一下造成这个局面的原因吧？

呵呵，财报里解释应收账款时，主要侧重谈了应收账款占总资产比例从2015 年的16.49% 下降至2016 年的13.15% ，是因为“ 增发到位，改善了公司资产结构” 。哈哈，挺善于发现自己的亮点啊！

当前市值110 亿，市盈率约170 倍，赌桌上的筹码。

22 ）金马股份 000980

黄山金马股份有限公司，做汽车零配件的。2016 年，中国汽车市场继续产销两旺，产量2811.88 万辆，销量2802.82 万辆，同比增长分别为14.5% 和13.7% ，连续第八年蝉联世界第一。

这种情况下，理论上来说，如果竞争力达到或略高于市场平均水平的汽车配件企业，增长率应该也在两位数。然而金马股份2016 年营收17 亿，同比增长仅4% 。扣非净利润0.83 亿，同比增长倒有50% （今年净利润率还不到5% ，去年更是低的惨不忍睹，只有3.4% ）。

再看净资产收益率，更惨。2016 年4% ，2015 年3% ，2014 年2% —— 你生产啥配件嘛，你把上市募集资金直接放在银行吃利息，收益还要高点。

大牛的市场里，企业也赚不到钱，要是碰到整体增长率下滑甚至负增长的时候，怎么过？穷则思变，公司给出的答案是：收购转型。出价119 亿收购天朝汽车行业著名山寨王—— 众泰汽车。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公告里一看，这众泰汽车和金马股份，背后的实际控制人都是“铁牛集团有限公司” 。听铁牛的名字，我以为是当地原拖拉机厂改制变更过来的，查了一下，不是。

铁牛集团要把众泰作价119 亿卖给上市公司（上市公司目前总市值仅77 亿），同时增发新股募集资金100 亿。这一大股东肆无忌惮套现割韭菜的行为，被英明伟大光荣正确的证监会慧眼看破了，小胖手一挥，丢过来一个字儿：不同意。

然后，近期改方案了，不仅通过一系列运作绕过了借壳上市的关卡，同时把增发募集资金额度降低为20 亿了（众泰作价119 亿不变），本来估计应该能过了。然而，计划不如变化快，赶上本周末证监会的再融资新规，这下子，脑壳青痛，增发又卡起了。哈哈，这只倒霉鬼。

这不是众泰，明明是众不泰。但以众泰和金马的现状，估计办法还得想，壳还得借，资还得融，韭菜还是得割。投行和律师又有生意了，赶紧研究新规以及如何避开新规吧！

备注：本周末的证监会再融资新规，总结起来主要三句话：

① 非公开发行股份，不能超过之前股本的20% 。想搞蛇吞象、变相借壳上市的，滚；

② 距离上次股权融资（不包括优先股和债券融资）需要超过18 个月。防止某些不要脸的公司，把一斤肉切成五个二两来报批；

③ 账上钱多多，买了不少交易性金融资产、可供出售金融资产和理财产品的，滚。有钱闲着没地儿用，你还融个毛线—— 金融类企业除外。

这只金马，背后总站着一位手持镰刀阴笑着的大黄雀，不知道炒这票的螳螂和蝉们，是否随时能感受到后脑勺阵阵阴风？

23 ）明泰铝业 601677

河南明泰铝业，专业搞铝板带、铝箔生产的。业务模式非常简单，买铝锭，然后按照需求方的需要压制成铝板带或者铝箔，收费就按照铝锭价格+ 加工费。

公司主业非常清楚，就这一项。2016 年营收75 亿，扣非净利润2.4 亿，净利润率约为3% 出头，Roe 则稳定在6%~7% 之间，看上去是个知足常乐的苦力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因为多年集中在这个领域，而且加工费要价也不高（铝板带毛利率7% ，铝箔毛利率15% ），公司应该积累了一定固定的客源（客户一般也不愿意没事儿就换供应商），2016 年铝板带产销量45 万吨，铝箔产销量6 万吨。

企业财报一眼看上去属于需求稳定，业务聚焦的多年老厂，有着不轻易更换的客户关系，回款情况也基本正常：一年有75 亿销售，有3.3 亿应收账款（基本都是一年以内的），应收账款总额约为不到两周的销售额，大致属于符合商业常识的正常账期。另有6.6 亿应收票据，经查，全部属于基本等于现金的银行承兑汇票。

然而商业模式限制，利润空间狭小，想象空间几乎木有。这种企业属于踏踏实实干事的老实人，解决当地就业不错（公司有3744 名员工）。但作为投资对象，则需要有很便宜的估值弥补才行。当前市值73 亿，市盈率约30 倍，腰斩以前，我觉着没什么吸引力。

24 ）凤形股份 002760

安徽凤行耐磨材料股份公司，专业生产耐磨材料，主要产品为高铬球、段，特高铬球、段。这东西就是我们今天听到的球磨机里面的“ 球” ，特别坚硬，用来磨碎矿石、石灰石、煤炭等东东，是矿山、建材水泥、火电厂必备的易耗品。长的就下面这样子，傻大黑粗的。

似乎没什么门槛，国内同行有1000 多家，年产耐磨材料超过200 万吨。公司目前具备产能8.5 万吨，算是其中比较大的企业（行业内企业平均产能仅0.2 万吨），算是一种优势吧！

2016 年营收3 亿，同比增长-26% ，净利润1000 万，同比-65% ，ROE 仅1.8% ，若看扣非净利的话，亏损2300 万。

当前市值32 亿，市盈率320 倍。投资自是谈不上的，但考虑到大A 股市场的“ 风俗” ，仅韭菜收割权一项，单独估值也可以估个十几二十亿的，也许都在参与一个重组预期吧！还算合理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年报浅印象8

原创 2017-02-20 唐朝 唐书房

25 ）齐星铁塔 002359

山东齐星铁塔股份公司，主营通讯及电力铁塔、立体停车设备。其中铁塔类产品2016 年营收8 亿，同比增长49% ，毛利率23% ，主要销售对象是各级电力公司和三大电信商（2016 年电信商采购较少，主要是电力公司）。立体停车设备营收1 亿，同比增长8.5% ，毛利率32% 。

公司总营收9.4 亿，净利润-0.5 亿，扣非净利润为0.4 亿。这是由于公司有一笔在南非的金矿项目收购没有履约，最终被仲裁赔别人1.1 亿人民币，造成当年营业外支出1.1 亿。不过，这1.1 亿，大股东说他认了，不亏小散。可以预计2017 年公司将多一笔1.1 亿的非经常性收入，带来净利润的同比大幅增长。

这公司，单纯就现有业务没啥看头。未来发展取决于收购北讯电信100% 股权后的无线宽带业务发展情况。不过呢，齐星铁塔的收购史，劣迹斑斑，也不知道资本市场究竟有没有记性。

2010 年齐星铁塔上市，上市当年就玩川剧变脸，净利润同比下滑三成。2011 年继续同比下滑55% 。然后就投资4800 万收购大庆佳昌晶能，收购的时候，当然是千好万好的小甜甜。然而，2012 年佳昌晶能亏损163 万，2013 年前八个月，亏损496 万元。这就不是萌宠小甜甜了，已经比牛夫人还讨厌了。

为了保住韭菜收割权，大股东齐星集团以4980 万的价格把佳昌收了房。牛夫人推给集团，上市公司算解脱了。但光推开牛夫人还不行啊，得找新的小甜甜。

2012 年里又募集资金3.66 亿投资立体车库。说投产后一年能产生6.35 亿营收，将极大地提升上市公司经营业绩。呸，到2016 年喽，立体车库一年营收才1 亿。那些冲着小甜甜去的，结果发现娶回家的还是一枚挖鼻孔的如花。

2013 年，还投资搞了一家手游公司。2014 年，这家手游公司获“ 巨额” 盈利45 万元。还好，估计手游业务也就请几个码农，提供几卷卫生纸，总体来说不怎么糟蹋钱，一共也就投了2000 万。

还有，2015 年前后，准备花8.7 亿收购澳大利亚一家金矿，结局嘛，黄了！2016 年终极仲裁结果，上市公司赔偿对方1260 万美元，加上杂七

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

杂八的各类仲裁费、律师费等等，一共赔偿人民币1.1 亿。

现在，要收购北讯电信。这个北讯电信，2014 年净利润448 万。然后上市公司和北讯电信原股东达成的收购价格是35 亿多。条件嘛，2015~2017 年净利润分别要保证1.44 亿、2.75 亿、4.5 亿，如果达不到，卖股份的原股东负责用现金补足。

从448 万，4 年增长到4.5 亿，4 年100 倍的净利润增长，这是何等的牛气啊！也不知这牛气来自何方。无线宽带数据业务，有那么肥？移动联通电信三巨头都是傻的？是不知道杀入呢，还是缺本钱？

幸好老唐突然想起和蔼可亲的小学二年级数学老师，曾经教过我受益一生的尖端投资秘笈：35-1.44-2.75-4.5=26.3 亿。哦~~ （以下请用日语朗读）嗦嘎，那路或多！靠你一起挖，你豁我我豁你都是一码事！

26 ）卧龙地产 600173

一家本部在浙江绍兴的袖珍型地产业上市公司。当前总资产41 亿，净资产17 亿，2016 年营收14 亿，净利润0.8 亿，roe5% ，当前总市值83 亿。

公司目前在浙江绍兴、广东清远、湖北武汉、山东青岛有在建地产项目。布局区域看不出什么战略或喜好，应该是小老板模式，哪里有机会拿到合适的地，就去哪里开工。

预计能够在2017 年销售的项目有：广东清远五洲776 亩，是公司最大的一块地，已经卖掉了约一半的样子；武汉墨水湖置业231 亩；绍兴两块地分别为两湖置业73 亩，天香南园121 亩；青岛嘉原盛60 亩。累计可供出售面积仅有12.5 万平米，相比2016 年初可销售面积缩水约三成。

由于地产公司的收入确认，不是按照销售完成时间，而是按照交房时间。所以，看地产公司核心是看当年销售面积，这些已销售未交房（未确认为当年营业收入）的面积，会成为次年的主要业绩来源。

比如2015 公司销售面积25.4 万㎡，销售金额16.7 亿元，2016 年确认营收14 亿；2016 年初可供销售面积17.3 万平米，最终全年销售面积25.5 万㎡（期间还有部分陆续取得预售证的项目），销售金额18.4 亿，按照同等确认比率毛估估，2017 年营收可能就会是增长10% ，达到15.4 亿左右；但目前，已经取得预售证的可销售面积仅有12.5 万㎡，预计在市场环境没有大幅变化的情况下，2017 年实际销售面积同比应该可能会下降，也就意味着2017~2018 年的营收增长乏力。

总体上来说，这种布局二三线城市的小型地产公司，业绩波动性比较大，会显著地受到房地产整体形势及个别地块的偶然性因素影响。套用炒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

家们喜欢的一个词，叫做“ 业绩弹性大” 。如果有精力和乐趣跟踪拿地情况和地产市场风向，偶尔会成为良好的短期投机目标，但不太适宜作为投资对象。

27 ）永新股份 002014

地处黄山的国内著名包装材料生产企业，主要客户为食品、日化和医药领域内知名企业。从行业角度来说，处于成熟行业，行业内竞争比较激烈。但永新聚焦于包材生产二十多年，属于行业内在产能、技术及品牌方面均具有一定竞争力的龙头企业。

公司架构清晰简单，主要盈利来源是股份公司本部。下属四家子公司：黄山包装、广州永新、河北永新、新力油墨，全部是盈利企业。除广州永新为持股66% 的控股子公司以外，其他三家均为持股100% 的全资子公司。四家之中，河北永新和2016 年新收购的新力油墨经营情况较好，净利润均在千万级别。

2016 年公司营收19 亿，其中核心业务彩印包装材料创造营收16 亿，占总营收的约85% ；镀铝包装和塑料软膜分别创造营收0.5 和1.3 亿。

回看过去数年公司这三项业务的营收变化，可以清楚的看到这是一家向上向下空间都不大的企业：客户稳定，收入稳定，利润稳定。

业务	2016	2015	2014	2013	2012	2011
彩印	16	16	15	14	14	14
镀铝	0.5	0.37	0.38	0.46	0.27	0.39
软膜	1.3	1.1	1.2	1.1	0.6	0.3

（单位亿元，有四舍五入）

正因为行业和生意模式决定了向上向下空间均不大，所以公司持续稳定的分红：自上市以来，每年均进行了现金分红。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009
10派N元	3	4	4	3	2.5	4.5
年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015
10派N元	3	3	3	3	3	4

2016 年的分配方案是10 派5 元，以目前16.18 元的股价看，股息率超过3% 。

公司2016 新收购的子公司“ 新力油墨” ，当年产生营收7000 万，毛利率27% ，创造扣非净利润1424 万，净利润率约20% 。对比新力油墨公司4000 万净资产，ROE 超过35% 。

该次收购，公司可能主要还是从业务协作的角度考虑，使自己的彩印业务较少的受制于人，具备更多的掌控权，加强供应链的稳定性，以便在工期和质量方面提升竞争力。但仅从投资角度看，新力油墨100% 股权的收购价仅为1.43 亿，实在是我大A 股收购活动中罕见的良心价了。赞一个。

官网上查看，其客户多为知名企业。和知名企业形成稳固的供应关系，通常而言，优势是营收稳定，劣势是毛利率很难起来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



身处低速增长的成熟行业里的一家有竞争力的企业，由良心管理层执掌，聚焦于主业，有良好的分红记录以及还算满意的股息率，对应当前54亿小市值，老唐觉着这是个非常合适的深圳打新门票股。

没有意外发生的话，小市值+ 合理分红两点因素，就基本堵死了股价大幅下跌的空间。同行业的另一家上市公司奥瑞金，通过二级市场购买股票成为永新股份第二大股东，除了战略协作上的考虑之外，与同行看到永新的业务稳定性可能也有关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

退一步说，就算真有什么系统性股灾发生，股价来个腰斩。就凭超过6% 的股息率和天朝股市间歇性癫痫周期，顶多就是三两年时间之内，群情激昂的大叔大婶，会排着整齐的方阵，喊着“ 消灭小盘股” 的口号，把你从坑里捞起来了的。既然最坏情况也大概率不死，剩下的就是考虑赚多赚少和能中几只新股的人品问题了。

郑重申明，老唐对该行业了解并不多，只是通过简单阅读公司年报和网站，累计涉及时间也不过1 小时左右。做出的判断，仅供参考，切勿据此草率做出投资决策。

28 ）力源信息 300184

跟前一篇谈过的英唐智控一样，从事“ 电子元器件” 分销的，规模不足英唐的一半，卖的东西一扒拉，全是能让本小白天灵盖冒黑线的高科技。

看一眼约11% 的毛利率，5.63% 的ROE ，以及130 倍的pe ，瞬间就没心肠去看这堆黑科技是啥了，Let it go ！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

3、占公司主营业务收入或主营业务利润 10%以上的产品情况

√ 适用 □ 不适用

单位：元

产品名称	营业收入	营业利润	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业利润比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
微控制器器件	845,452,695.51	75,911,624.86	8.98%	55.42%	21.67%	-2.49%
电源管理器件	87,781,985.72	11,653,160.80	13.28%	9.25%	-28.99%	-7.14%
信号放大调理器件	132,810,281.58	17,676,493.39	13.31%	42.79%	5.93%	-4.63%
通信接口器件	50,872,024.64	5,881,729.52	11.56%	26.78%	-15.20%	-5.73%
系统管理器件	15,117,090.21	2,616,835.32	17.31%	-4.41%	-24.34%	-4.56%
分立半导体器件	106,662,881.41	13,512,312.35	12.67%	59.61%	6.82%	-6.26%
数据变换器件	19,436,879.09	1,182,285.83	6.08%	70.66%	-24.60%	-7.69%
数字电位器器件	8,993,289.72	1,320,846.73	14.69%	2.62%	-28.28%	-6.33%
时钟管理器件	16,554,623.92	5,976,095.44	36.10%	-11.03%	-29.09%	-9.19%
模拟开关器件	4,844,969.17	367,537.88	7.59%	-6.75%	-49.61%	-6.45%
数字逻辑器件	5,731,444.56	829,495.27	14.47%	44.65%	0.82%	-6.29%
无源被动元器件	76,709,141.53	10,882,177.70	14.19%	45.49%	12.58%	-4.14%
存储器器件	70,028,052.01	5,983,435.02	8.54%	64.32%	11.17%	-4.09%
功率驱动器件	18,967,251.15	1,419,960.40	7.49%	69.74%	-8.89%	-6.46%
开发工具	962,499.25	784,255.66	81.48%	72.91%	138.55%	22.42%
光电器件	34,197,380.54	4,257,406.27	12.45%	85.30%	41.04%	-3.91%
连接器	761,110.48	176,464.95	23.19%	261.14%	517.14%	9.62%
电力线通信模块	38,396,905.53	9,122,357.20	23.76%	100.00%	0.00%	0.00%
含嵌入式软件的芯片及套件	15,935,178.86	3,321,209.95	20.84%	100.00%	0.00%	0.00%
电能表	16,276,023.51	2,620,915.28	16.10%	100.00%	0.00%	0.00%
数据采集系统产品	1,145,574.60	195,007.18	17.02%	100.00%	0.00%	0.00%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年报浅印象9

原创 2017-02-22 唐朝 唐书房

29） 晨鸣纸业 000488

公司财报数据不错，看上去增长靓丽，资本市场也挺买账，股价已经走牛一段时间了。这家公司在雪球上关注者众，大V 看好的多，人气很高。但老唐粗略地翻看了一下年报，认为这是一家颇为复杂的公司。高手才能投，普通人还是闪避为上。

复杂点主要有2 ：

1. 业务多而杂；

2. 融资成本和金融工具复杂。

复杂1. 业务多而杂

公司2016 年创造营收229 亿，净利润20.6 亿，其中非经常性损益约4.5 亿，融资租赁业务净利润约9.3 亿，造纸及其他业务净利润合计约6.8 亿。这个“ 其他业务” 种类繁多，规模庞大，包括电力热力、建筑材料、化工用品、房地产、矿产、保险、码头等。

229 亿营收中，有195 亿是造纸业产生的，但即便是在2016 年由于环保压力关停众多造纸厂及其他多种利好因素叠加的大好环境下，造纸业的净利润率依然薄如纸，不到3.5% 。如果遇到外部环境不好，恐怕压力山大。

所以，投资晨鸣纸业，需要有对造纸行业的周期波动具备把握能力，更适合生活或投资环境和该行业有一定关联的春江鸭，普通投资者不占优势。更何况还需要关注众多“ 其他业务” 的具体发展情况，对能力圈要求有点高。

至于融资租赁业务，这两年高速发展，成为了晨鸣纸业的主要利润来源，在今年的扣非净利润里，融资租赁业务创造的净利润占比近六成。然而，融资租赁，实际上是一种金融业务，和银行放贷给某人去买设备或厂房，没什么本质区别。

在《手把手教你读财报》51 页最后一行，老唐曾写到：“ 所谓融资租赁，就是公司买个大件（如挖挖机、大货车、厂房、机床等）租给需要用这个东西的企业A ，双方约定A 每年或每月支付多少租

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金。N 年或N 月后，按照某价格把旧设备或厂房卖给A 。租金加上旧货成交价之和大于最初买价的部分，相当于是A 为这笔借款支付的利息。

是不是和银行业经营的贷款业务差别不大？而且银行实际上也一直在做。这方面晨鸣纸业会有什么竞争优势呢？是经验更丰富，还是资金更雄厚，或者资金成本更低呢？哪一项比起多年积累的银行业都不会占优。哪怕晨鸣是ABH 三地上市的上市公司，其资金成本也不会低过银行自己印的“ 伪钞” （看过《手2 》的应该都能理解）。

真要经验丰富，着力转型发展融资租赁，恐怕也不会同时再涉足电力热力、建筑材料、化工用品、房地产、矿产、保险、码头。看上去，更像是大型国企在造纸业前途暗淡的情况下，管理层到处乱撞，遇上各种“ 听说不错” 的项目都投点钱试试，看能不能来个东方不亮西方亮，获取意外惊喜的样子。

而且，从资金运用的角度看，这家公司的管理层对金融业认识度非常低。为何如此说呢？看复杂2

复杂2 ：融资成本和工具运用复杂。

公司总资产822 亿，负债597 亿，资产负债率约73% 。然而，净资产当中包含着两项权益工具“ 优先股和永续债” 合计71 亿。这两样东西，虽然计入股东权益，但它们实际上的属性是债，除非公司破产，否则都是需要付息及偿还的。

加上这个的话，资产负债率就上升到81% 多，对造纸和金融这两项明显具有经济周期特点的产业而言，这个负债率高了，公司的财务比较脆弱。同时，公司账上显示的101 亿货币资金，其中81 亿都属于不能调动的资金，相对于229 亿营收规模、年支付借款利息超过20 亿、一年内需要偿还的各类短期借款300 多亿的晨鸣而言，绷的比较紧，企业有变身千手观音的需要。

（81 亿为企业为承兑、保函、信用证交付的押金，公司下属财务公司上缴央行的存款准备金）

这还不是核心。核心是公司的负债成本非常高。26 亿永续债，资金成本约5.9% 。而45 亿优先股，则完全是个奇葩，要么是管理层笨的要死，要么就是纯粹的里应外合喝上市公司的血。此话怎讲，且听老唐慢慢到来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2016 年，国内利率环境是什么样子？大家若是看过老唐的雅砻江系列，大致有个印象，上市公司发债借钱的话，债券利率基本在3% 上下浮动，基本不会超过4% 。

即便是不利用资本市场，直接在银行贷款，央行公布的五年期贷款基准利率是4.9% ，稍微条件合适一点的企业和个人，都能拿到基准利率打折的贷款，且贷款利息是可以作为财务费用在所得税前扣除的。

然而，晨鸣纸业在2016 年3 月、8 月、9 月分别发行了三批优先股（关于优先股的介绍，参看《手把手教你读财报2 》20 页，核心意思就是如果企业经营正常，优先股就收取约定利率回报，如果企业遇到危机，优先股就转化为普通股票，成为股东）。发行条件和发行用途非常奇葩。

2016 年3 月，发行22.5 亿，票面利率4.36% ；8 月发行10 亿，票面利率5.17% ；9 月发行12.5 亿，票面利率5.17% 。看上去没啥哇，即便考虑到不能税前扣除，顶多也就是比贷款利率高了不多一丢丢，对吧？

但是，可是，但可是，还有俩附加条款：

A. 优先股除了拿票面利率之外，还可以和普通股东一起共同参与公司剩余净利润50% 的分红。

所谓剩余净利润，是指当年公司从税后净利里，支付了永续债利息和优先股利息之后，所剩下的那部分。

B. 满五年之后，如果公司不回购优先股，则年利率加2 个百分点。

2016 年，26 亿永续债支付了1.53 亿利息，优先股则按照票面利率支付利息之后，又拿了1.2 亿分红走。这45 亿优先股，公司支付的实际成本是多少呢？

因为有22.5 亿是3 月发行的，公司只用了9 个月，另外22.5 亿是八九月发行的，只占用约3 个多月，加权来说，基本刚好相当于用满全年的22.5 亿。按照票面利率付了息之外，还额外付了1.2 亿“分红” 。再考虑发行优先股的时候，给券商会计师和律师支付了2250 万佣金，这笔钱在2016 年内的实际年化利率高达14% 左右。有3%~5% 的钱不借，去借14% 的钱，这是不是作死？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（票面息大致可以这么估算：22.5×4.36%×9/12+22.5×5.17%×3/12 ）

这还不算，公司借来这45 亿，干什么呢？其中30 亿用以归还银行贷款，另外15 亿补充流动资金。OMG ，I 也是服了You ，不细说了。就这，你还涉足金融业？

再说这个融资租赁业务。基本按照6.15%~10% 之间收取租赁设备的厂家利息。然而，坏账准备是按照0.5%~1% 规则计提的—— 综合下来的实际数据是按照0.82% 比例计提的。

要知道，银行的正常贷款，也基本是按照1.5% 标准计提坏账准备的，如果晨鸣的138 亿融资租赁余额，也按照银行业1.5% 的标准计提的话，biu 的一声，大约1 个亿从报表上消失了。

还有，公司有美元人民币浮动利率借款361 亿，人民币固定利率借款280 亿。后者没啥，前面这个浮动利率借款361 亿，利率如果上升1 个百分点，就增加3.6 亿支出，减少约2.7 亿净利润。因而，投资于它，还得对利率周期有个大致的判断。

潜在威胁因素，至少有纸业经营环境周期性恶化、融资租赁业务坏账率提高及借款利率提高三项。三项合计的潜在影响，相对于公司总共就只有16 亿扣非净利润而言，波动幅度会很大。

当然，同样的上述几个因素，如果朝相反方向发展，则也可能会带来巨大的增长。因此，对于了解造纸行业，对利率周期有一定分析能力的高手而言，晨鸣可能是个不错的参与对象。反之，如果没有这个能力，可能风来了，以为自己厉害。风去了，以为自己运气不好。不知因何而赚，也不知因何而赔。

以上，为老唐耗时不足1 小时粗略翻阅财报后的个人浅见。

若据此决策，风险自负。

30 ）新华百货 600785

不小心把晨鸣写的有点多了，本篇就只写两家了。这家简单点写。

新华百货，宁夏银川的一家零售企业，营收主要来源于零售和房屋租赁，其中前者占据主要地位，约93% ，其下又分为超市、百货和电器销售，分别占据零售业务的48% ，29% 和23% 。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

百货超市电器零售，竞争激烈，且受电商冲击很大，毛利率普遍不高，基本维持在8%~17% 之间。全年营收44.5 亿，基本持平，净利润0.63 亿，同比减少54% 。

当前股价25 元多，市盈率约90 多倍，市值约57 亿。这种企业，没什么看头，除非股价跌个三成以后，有成为重组卖壳概念的炒作目标，否则就是个随波逐流的代码。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年报浅印象10

原创 2017-03-01 唐朝 唐书房

出游第四天，在川滇交界的泸沽湖。几日里忙中偷闲看了几份年报，很遗憾，没一家看的上眼的公司。

因为出游造成的时间稀缺，以及最近年报发布数量增多的原因，从下一份的年报浅印象开始，将不再逐份看，改成有选择的阅读。

31 ）佳创视讯 300264

典型性价值毁灭型企业。年报摘要看了半天，没看懂公司到底是干什么的，一堆云里雾里的词，但好像就是个卖有线电视机顶盒，以及机顶盒里集成一些软件啦、广告啦什么的。

从来没见过哪个用户去市场上买过机顶盒，都是广电强行配的，所以，公司的客户应该是各地广电系统。广电已经在大踏步走下坡路了，依附于广电的公司自然也捞不着什么好。2016 年营业收入2.3 亿，营业利润为-258 万，就这，还是靠利息收入286 万撑着，否则就是-544 万啦。

营收2.3 亿，应收款2.2 亿，基本上白条子相当于一年的营业收入，这种公司能赚个铲铲钱。公司的真正赚钱的“ 主营业务” 实际有二：① 把IPO 圈来的钱，放在银行买理财产品或者投资；② 拿政府补贴。

2016 年，光政府补贴拿了1320 万，理财和投资差不多投入近3 亿本金。最终获取净利润1360 万，增长“ 高达90%” ，净资产收益率2.2% 。如果公司IPO 以后，全员放假拿工资，把从股市里融来的钱，直接全部买成理财产品，可能收益还要好看些。

目前公司净资产6 亿多，其中商誉和软件著作权这种虚无缥缈的钱占了2 亿多，实际资产额跟IPO 融资总额差不多。只不过通过上市这个把戏，让拿出4.3 亿现金的股民，变成了4.3 亿资产的约15% 份额的所有者，以及一个可以交易的3 字头代码。然后这15% 份额拥有者们说，现在这15% 的价值是47×15%=7 亿（当前市值约47 亿），爆赚了60% 多。

股市/ 故事，就是酱紫。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这东西，也就值个壳钱。

32 ）保税科技 600794

张家港保税科技股份公司，从事化工品代理贸易、港口卸货、仓储及物流业务的。刚看见这名字，脑袋里默认成张家口了，想半天那儿怎么会有港口呢？后来翻看公司地址才反应过来，是江苏省张家港市。

看了一眼经营情况，也是个苦力。2016 年营业收入8.4 亿，净利润2500 万，扣非净利润988 万，净资产20 亿，净资产收益率1.3% 。

主要代理的（及仓储搬运的）化工品名叫乙二醇（MEG ），这东西主要靠进口，所以，在江苏省张家港市卸货和运输，就是这家公司的业务。总体来说，其业务既要取决于国内厂家对乙二醇的需求量，还要取决于厂家在什么地方卸货最便宜，整个长江沿岸所有的城市，都可能是业务竞争对手。

这生意模式决定了，不可能获取什么高额利润。当前约70 亿市值，300 倍市盈率，没什么了解价值。

33 ）新力金融 600318

2016 年由原安徽巢东水泥股份公司重组而来。将原水泥资产打包卖给了海螺，同时注入了一堆原安徽省供销社旗下的类金融业务，实现了借壳上市。

营收8 亿，但是其中有1 月和2 月原巢东水泥的营收，后面注入的类金融，创造营收约7 亿。因为是借壳上市，所以同比数据失去意义，相当于是新股。

当前市值约75 亿，全年有扣非净利润6800 万，但旗下类金融业务没有分类披露详细营收、净利和归属股份公司净利润，无法细看。总体来说，公司从事的融资担保、小贷公司、典当、融资租赁、互联网金融（p2p ），都是业务复杂，调节余地大，报表可信度低的业务。

而且这五项业务之间，并没有什么核心联系，看上去是一堆不相干的东西，打包凑数上来的。规模普遍偏小，例如融资担保业务6500 万营收；p2p 业务3000 万营收；典当业务1.1 亿营收；小额贷款和融资租赁规模稍微大点，分别有1.35 亿和3.76 亿营收，但在各自对应领域里，也是小不点儿级别的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

没有观察价值。

34 ）东旭蓝天 000040

深圳东旭蓝天新能源股份公司，中国股市元老，最早的深圳市宝安县搬运公司，1994 年改制上市，简称深鸿基，2009 年宝安集团入主，更名为宝安地产，2015 年东旭接手宝安股权，成为公司大股东。2016 年增发融资95 亿，收购大股东新能源资产，2016 年7 月更名为“ 东旭蓝天” 。

因而，公司主业现有两大块，原来的房地产+ 新注入的新能源：光伏电站。两块业务全年营收合计37.7 亿，净利润1.75 亿，扣非净利润1.27 亿，经营现金流净额为-2.8 亿，净资产收益率2.85% 。新能源部分营收21.9 亿，毛利率12.63% ，房地产部分营收15.1 亿，毛利率22.14% 。

报表合并范围有130 家子公司，其中光伏发电部分，主要由全资子公司四川东旭电力工程公司和西藏东旭电力工程公司创造，前者营收16.84 亿，后者营收4.87 亿。然而，年报披露信息粗糙，既没有新能源的发电量，上网量，电价等数据，也没有房地产的销售面积，销售单价，销售额等数据，无法进一步研判。

按公司的口径，未来主要发展光伏发电业务。当前公司名下已经有800MW （80 万千瓦）光伏电站“ 启动建设” ，同时有3GW （300 万千瓦）已经备案。这个规模与雅砻江的“ 雅砻江流域沿岸将布局风电场址约80 个，测算装机容量1261 万千瓦；光电场址约25 个，测算装机容量1816 万千瓦。” 相比，完全是婴儿级别，而市场现在给它90 多倍市盈率，170 亿左右市值。对照两投拥有的雅砻江当前10 倍左右的市盈率，瞬间就让我失去了读东旭的动力。

不过，按照上面的“ 启动建设” 和“ 备案” 的说法，好像东旭自己的光伏电站还没有投产发电？川藏两家的营收，难道真如公司的经营范围“ 建筑、安装” 所暗示的那样，是帮别人建电站赚的？匆匆一眼，没找到解释，谁关注这企业的，分享一下。谢谢。

35 ）道氏技术 300049

广东道氏技术股份公司。“ 道氏技术” 这个词组，扯的心口一痛，勾起了22 年前熬更守夜苦心研究道氏理论及波浪理论等高等技

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

术，最终成功爆仓，导致四个口袋一样重，苦熬好几年才翻身的痛苦记忆。

结果，此道氏非彼道氏，这家是给陶瓷厂供应陶瓷釉料、陶瓷墨水以及辅助材料的公司，跟炒股技术完全不搭界。

公司核心产品是陶瓷墨水、全抛印刷釉和基础釉料，2016 年分别创造营收3.8 亿、2 亿和1.4 亿，合计占据公司总营收的90% ，三项业务毛利率分别为44% 、41% 和28% ，在制造业里面还算日子过的不错的。2016 年净利润1 亿，净利润率1/8 ，Roe9.3% 。公司总资产18 亿，净资产约11.7 亿，负债率约1/3 强，合理偏低。

总体来说，是制造业上游企业，具备一定的竞争力，其景气度受下游产业经济周期影响较大，这种企业，实际上是典型的传统行业，通常资本市场应给予较低市盈率倍数估值（例如10~20 倍之间）。

然而，当前市值约80 亿，约80 倍市盈率。原因，除了企业是3 字头的神创板之外，上市两年多以来，通过ipo 资金和后来的再融资，又或收购或入股，请来了一堆新鲜题材护体：石墨烯导电剂、碳纳米管导电剂、三元复合材料、锰酸锂、磷酸铁锂、钛酸锂，另外还有金融业“ 商业保理” 业务。

这些东西，估计99% 的市场参与者，都是每个汉字都认识，串在一起不知道是啥意思（老唐也不知道），反正就是听着好像挺高科技的，不管三七二十一，炒呗，反正大家都不懂，说多好都行（其实8 亿营收里7.2 亿都还是釉料提供的）。

公司上市两年多来，主业已经从陶瓷釉料转化为“ 三轮驱动” ：陶瓷釉料、新能源材料（里面还分几个小轮子）、商业保理。在我看来，公司财报里经常用到的“ 双轮驱动” 一词，是暴露了企业经营者对本行业前景的悲观，或者企业发展面临某种天花板，所以才不得不另外寻找新的投资渠道，这样，守住老阵地，寻找新项目，被写手们美名为双轮驱动。这个勉强还有一定的合理性，当然，它也不如独轮驱动。

独轮代表企业经营者不仅认为自己所处的行业大有发展，且通过不断的金钱及精力的投入，本公司可能依托现有经验和优势，在本行业内占据越来越大的市场份额。这种独轮企业，即便有扩张，一般也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是依托自己的主业，向产业的上游或者下游延伸，使现有经验和资源和新进入行业具备一定的协同性。

而所谓的三轮驱动四轮驱动，乃至更多的五轮六轮七八轮，就完全是不靠谱的代名词了。明显属于企业经营者即不看好本行业发展，同时又对新投入的行业没什么信心（表现为不愿意将资金和企业资源向第二个轮子集中），更糟糕的是，这种广撒胡椒面的行为，不仅代表企业决策层对自己能力和眼光没信心，同时也表明对股东金钱也不够负责。

因此，当一个陶瓷釉料老板，开始将金钱投入到石墨烯、三元材料、叽里呱啦锂电池、商业保理服务时，就展示了又一个企业家被资本市场的快钱毁灭了，不会有什么太好前途了。

唐门暗器1 ：独轮车最好，二轮可看，三轮四轮已经不安全、五轮六轮纯博傻—— 括弧：主业为投资的控股型公司，例外。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年报浅印象11

原创 2017-03-06 唐朝 唐书房

前面的浅印象系列10 篇，是按照年报发布顺序逐个看过来的。最近，一者由于出游在外， 可用于阅读年报的时间少了；二者年报进入发布密集期，每日发布年报数量大大增多了。这一少一多，决定了不可能再逐个看下去，所以，只能跳过部分企业了。

大体上，我打算先排除净资产收益率低于8% 的企业。净资产收益率（Roe ）较低，代表公司当年资源利用成果较差，获利能力不足。然而，需要提醒的是：当年获利能力不足，并不代表企业没有前途，也不代表股价不会涨。比较典型的例子是始终没有盈利的亚马逊，股价一样上涨两百多倍，国内也有类似案例，比如京东。

错过这种“ 现在不赚钱但未来可能很赚钱” 的企业，可能是保守投资者宿命。我们喜欢“ 现在就能赚到真金白银，且这种赚钱能力未来还会持续甚至加强” 的企业。不喜欢“ 现在不赚甚至亏损，但未来可能会大赚” 的饼—— 因为我们怀疑自己有能力看出这种“ 可能” ，同时还怀疑即便是现在看到的可能，未来也会有无数变化导致成为不可能。

事实上，这就是巴神公开申明过很多次的企业选择基本原则：具备已证实的持续盈利能力。因为剥壳虾对未来盈利预期不感兴趣，对由亏转盈的“ 反转” 公司也不感兴趣。

这条规则就限定了，走巴神一派的企业投资者，可选择的企业只能是“ 现在已经很赚钱的企业” 。然后，阅读年报要做的事情，就是尝试去认识和理解：

① 该企业现在赚的是真钱吗？

② 它靠销售什么产品或服务赚到高收益？

③ 同行或潜在竞争者能否通过提供相同价格下更好的，或同等品质下更便宜的产品或服务来分一杯羹？

④ 如果不能，是由于什么因素？

⑤ 该因素在可见的未来，是会维持不变、会越来越强、还是可能越来越弱？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

⑥ 当前估值处于什么水平，是明显低估、明显高估，还是介于两者之间？

其次，我会在ROE 高于8% 的企业中，继续跳过一些我无法理解的商品或者服务。某些产品或者服务，涉及的相关专业知识过于复杂，受限于个人知识储备，我可能无法理解它销售的是什么，也无法理解该行业的竞争情况，技术储备，未来前景等，所以无法做出相关判断，这样的企业我也会跳过。

这同样也是巴神表达过的名言：我们不挑战恶龙，我们只是躲开它们。我们投资，不是为了体现自己的能干或与众不同，而是为了最大化获取确定性的利润。难度太高的行业，留给具备专业知识的人或者困难挑战爱好者。

最后，我会跳过上市未满三年的企业。在《手把手教你读财报》一书中，老唐说过由于中国的资本市场环境和造假惩罚机制的原因，我自己不会投上市未满五年的企业，无论它看上去有多好。因为我无从推敲它的财报数据的可信度，为自己金钱负责，我选择宁放过、不踏错。既然确定不投上市未满五年的，那么上市未满三年的公司财报，可以暂时不看的。

至于估值高低，倒可以暂时不在考虑范围。只要公司盈利能力可持续，即便现在估值太高，也可以关注着，慢慢学习、慢慢等待。

这样三个基本原则筛下来，可以看的企业就大大减少了。不过呢，可以当段子和笑话看的年报也少了。这个遗憾受限于时间因素，暂时只能接受了。也许以后时间宽裕的时候，我会回头去淘那些比段子水准还高的董秘杰作。

下面说企业。

因为前几天游完泸沽湖后进入云南，路过丽江，重游了一次。恰好有两家公司和丽江有关，且都已经发布了2016 年报，老唐就来聊聊对它俩的浅印象。

36 ）丽江旅游 002033

这家公司主业比较清楚，就是扎根丽江，做深丽江旅游相关产业。其大股东是玉龙雪山管委会，主要业务分为四大块：① 玉龙雪山上的三条索道；② 印象丽江的演出；③ 酒店；④ 以上旅游的相关配

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

套服务，包括餐饮，旅游产品出售，雪山观光车、旅行社等。这四大块业务中，牛鼻子就两大块，索道和印象丽江。

③ 和④ 两部分里，酒店业务，一直不景气，2016 年亏损3323 万，2015 年亏损3727 万；④ 里面的一大堆参股控股配套企业，营收规模都很小，综合下来，年净利润也就几百万，可以忽略。唯一稍微不错的观光车业务，年营收八千多万，净利润有近四千万，可惜公司只拥有20% 股份。

索道是重中之重（三条索道现均为公司全资拥有），2016 年索道收入4.55 亿，占公司总营收7.8 亿的58% 。由于毛利率高达87% ，索道产生的净利润约占公司全年净利润的八成以上。其中尤以玉龙雪山冰雪公园索道（当地称大索道）创造了3.96 亿营业收入及全公司七成以上的净利润。因为只要到玉龙雪山的游客，基本确定会乘坐大索道。

2016 年大索道接客401 万人次，同比增加18% 。其他两条索道，牦牛坪索道和云杉坪索道，不是雪山游的必需品，2016 年牦牛坪施工停运两个月，接客8.34 万，同比减少2.41 万，降幅22% ；云杉坪索道接客125 万，同比减少7.6 万，降幅约6% 。

由于玉龙雪山是丽江旅游的招牌菜之一，初次到丽江旅游的游客，必去。受益于近年来国内出游人数的不断增加，大索道这块收入属于稳定增长，过去五年营收分别为：1.6 亿、2.2 亿、2.5 亿、3.5 亿、3.96 亿。

其次是演出。由张艺谋导演的《印象丽江》，上演已经超过十年了。目前受到同类产品—— 主要是宋城演艺的《丽江千古情》——的竞争打压，收入呈现下滑态势。2016 年销售门票154 万张，创造营收1.66 亿，同比均出现约24% 的下滑。净利润6372 万，同比下降28% ，这部分业务公司持股51% 。

由于索道收入的持续增长，公司总体营收相当稳定，基本上一副旱涝保丰收的模样，过去五年营收分别为5.9 亿、6.7 亿、7.4 亿、7.9 亿、7.8 亿——2016 年的7.8 亿，是由于实施营改增造成的统计口径变化。如果按照2015 年同样口径还原，2016 年实际营收为8.1 亿，增长约3% 。同样，其净利润也相对稳定，过去五年分别为1.4 亿、1.5 亿、1.8 亿、2 亿、2.2 亿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

通过统计过去五年丽江旅游四个季度的营收分布情况，可以清晰地发现明显而稳定的淡旺季特色：3 季度最旺，2 季度其次，4 季度再次，1 季度为淡季。

从这个淡旺季特色可知，7~9 月暑假期间，是到丽江旅游的最热时段，五一、清明、十一为其次热点，其他时候相对较少（很意外，春节居然不在其列），由此，收入时段分布+ 主要收入来源于玉龙雪山大索道，这两点就给我们确定了观察公司业绩变化的着眼点。

如同预测茅台业绩的核心是看基酒产量一样，丽江旅游的观察核心是寒暑假及三个小长假新闻报道中关于索道运行人次的发布数据。盯住这一点，就能先人一步地预测出该企业当年营收的大致变化。

丽江旅游的资产结构很清晰：有息负债0.9 亿，总资产27.8 亿。资产中，14.6 亿货币资金和约11 亿固定资产、房产和在建工程，合计占据了总资产的92% 。

对于丽江旅游公司的估值，核心就是大索道和云杉坪索道的估值。其他部分可以互相对冲，保守视为0 。正好公司2016 年收购了原本属于少数股东所有的云杉坪索道公司25% 股权，这25% 股权作价0.86 亿。这个价格，可以视为老练的实业家出价。

云杉坪公司2016 年的总资产0.94 亿，净资产0.78 亿，营收0.55 亿，净利润0.28 亿，25% 股权作价0.86 亿，即整个云杉坪估值为3.44 亿。玉龙雪山大索道，2016 年营收为3.96 亿，约为云杉坪索道营收的7.2 倍，按照这个毛估估，大索道大致可估值为25 亿。

这样，大索道和云杉坪索道合计价值约28 亿，加上账上货币资金14.6 亿，减去有息负债0.9 亿，其他视为零，公司可以大致估值为42 亿。另外A 股市场上小盘壳股常常会有10 来亿的壳价值，就目前，短期内暂时看不见市场壳资源价值蒸发迹象，可以给它凑个整，按照50 亿为合理估值看待。

当前市值62 亿，略略贵，但也不多，且目前正好有利空因素：丽江古城商家罢市抗议政府收取古城维护费，丽江旅游宰客、打人视频在网络上广泛传播等。或许利空的影响之下，有产生低于合理估值的投资机会呢！

以上估值，未考虑增长因素。实际上，丽江旅游的增长因素也不太靠谱，只能当做意外对待：主要关注① 文艺演出有没有新鲜血液产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

生新热点，② 公司及当地政府力推的大香格里拉战略能否获得旅游市场认可，③ 有没有以合理价格收购或参股云南其他优秀旅游资源的机会。以上三点之任何一点，若有明显、可靠的进展，可以适当提高估值水平。

以上观点，仅为老唐初读年报的浅印象，仅供参考。如果据此作出投资决策，风险自负。同时欢迎对丽江旅游有研究的其他朋友在留言区发表看法或对本文错漏之处的指正。谢谢。

另外，通过阅读丽江旅游年报，发现宋城演艺旗下的《丽江千古情》对《印象丽江》演出形成很大的冲击，于是老唐打着陪领导的旗号，花580 元买了两张贵宾票去“ 考察” 了一番，很惊艳，很超值。本周，老唐会抽时间阅读宋城演艺的年报，并写出自己的浅印象。同样欢迎大家提前阅读宋城演艺的年报，然后我们一起探讨各自的看法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年报浅印象12-- 宋城演艺

宋城演艺（ 上）

原创 2017-03-13 唐朝 唐书房

上一篇里谈到丽江旅游的时候，提到了丽江旅游的主营业务之一“ 印象丽江” 的演出收入，受到宋城演艺的“ 丽江千古情” 的挤压，这勾起了老唐翻翻宋城演艺年报的兴趣。

话说为了解“ 丽江千古情” 的竞争力到底有多强大，居然可以打的张艺谋作品节节败退，老唐从虎跳峡回来后，特意陪着我家领导去观看了“ 丽江千古情” （领导笑曰：请先搞清楚究竟是谁陪谁），购买的是290 元/ 人的贵宾票。

先说演出印象：超值，节目美轮美奂，完全无法用视频或者照片来表达，只有现场才能享受到那种美和震撼。丽江千古情，讲的是丽江的历史，有历史，有文化，有美女，有情色，有爱恨情仇，还有故事，有特效，有鲜肉……

虽然是淡季，但剧场里仍然有约2/3 的观众（一天演两场，据年报数据，旺季最高纪录是杭州的单日15 场）。整场表演过程中，不断有观众的惊叹声和自发的鼓掌，散场时，听到不少老头老太感叹：这钱花的值。

看了丽江千古情之后，我能想象，宋城千古情、张家界千古情、三亚千古情、九寨千古情…… 会各有各的特色，都会让观众满意而归的，而且它们是互联网和影视所无法替代的真正的“ 体验经济” 。难怪宋城千古情能成为全世界单场演出场次最多，观众最多的表演。

很神奇的是，这套节目依赖于编剧、依赖于创意、依赖于灯光舞美、依赖于舞台机械等等，却完全不依赖于明星。整场表演中的任何一位演员，都可以轻易被替代，且丝毫不影响节目的观赏性。

观众最终是冲着“ 千古情” 这个品牌来的，而不是冲着大牌张三、明星李四、网红王五。节目依赖的这些东西，恰恰是可以大量拷贝，大量重复，精益求精，并在不断的扩张中持续降低成本的东西。这构成了宋城的竞争优势。

据说董事长黄巧灵先生（名字非常女性化，然而的确是位男士，芳龄58 ，讲话温柔，带有很强的自信）有一套“ 千古情系列宝典” ，来自于十多年的演出和修改经验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

他曾说：“ 宝典由将近1000 个要素组成，包括旅游人群、辐射区域、地区经济、文化底蕴等大类和演出实操的各类标准。例如，在进行异地复制时，如果当地条件能够满足宝典中的700 多条，就基本可以落地，如果只能满足500 个要素，就很难成功，宋城会谨慎考虑。”—— 这类似于肯德基麦当劳一样，将产品标准化、流程化了。

翻阅了宋城演艺的年报，公司的资产比较清晰，大致结构如下：

① 现金及类现金资产约18 亿，包括现金10 亿、其他流动资产（主要是银行理财产品）4.5 亿、交易性金融资产1.7 亿（公司闲钱做的国债逆回购）、代售资产1.6 亿（约定3.31 日前交割的股权）；

② 固定资产及土地等合计约31 亿，主要包括固定资产、无形资产（土地）、在建工程及其他非流动资产（预付的工程款、土地款）；

③ 商誉约24 亿，主要是收购六间房和容中尔甲公司的溢价。核心是六间房溢价，有23.7 亿。该资产是公司未来经营过程中的一个不确定因素，后面谈。

合计总资产75.7 亿，上述三部分占了73 亿，其他仅2 亿多。负债方面，有息负债就一项：工商银行贷款4 亿，利率为基准利率的9 折，其他6 亿为经营性占款。

净资产约65.6 亿，少数股东权益占比很小，仅有1.6 亿。少数股东权益主要是九寨沟项目的20% 股权和藏谜公司原股东容中尔甲持有的40% 股权。如果将公司2016 年资产负债表做个简化版，大致如下表

看过资产负债表，再看利润表反映的经营情况。2016 年营收26.4 亿，同比增长56% 或9.5 亿。扣非净利8.87 亿，同比增长40% 或2.53 亿。

应收账款可以视为0 。报表上有1479 万应收款，主要是支付宝和微信支付等，估计是结算周期内的短暂拖延，可谓无风险应收。还有4458 万其他应收款，主要是某些土地及项目的押金，以及石林景区项目清算后，地方国土局应退土地款，也是合理及无风险应收款。

全现金收入，经营现金流净额远高于净利润，属于老唐最喜欢的企业类型。

公司营业收入来源目前主要是两大块，一是网下业务：千古情演出及主题公园收入；二是网上业务：六间房直播业务出售虚拟物品分账。

先说网下业务，这部分主要是宋城（杭州）、三亚、丽江及九寨四个千古情演出及围绕演出打造的配套游乐项目。2016 年除杭州受G20 峰会影

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

响，客流量下滑导致营收同比下滑2% 以外，其他三个景区均保持着两位数以上的增长。

2015 年（2016 年的尚未发布）全国旅游演出票房十强榜上，1997 年推出的《宋城千古情》长演不衰，仍然雄霸榜首，位列第1 ；2013 年推出的《三亚千古情》名列第2 ；2014 年推出的《丽江千古情》名列第5 ；2014 年推出的《九寨千古情》名列第7 ，全部榜上有名。（3 和4 分别是《印象丽江》和《印象刘三姐》，6 是广州长隆的《魔幻传奇》）。

根据宋城演艺和丽江旅游年报披露的最新数据，2016 年《丽江千古情》已经以2.23 亿营收，远远地将《印象丽江》的1.66 亿营收甩在了身后（领先34% ）。估计2016 年前三强将被宋城演艺旗下节目包揽。

以上演艺项目，平均毛利率超过70% ，竞争力相当喜人。

	营业收入	营业成本	毛利率	营收同比	毛利率同比
杭州	6.88	2.06	70%	-2%	0%
三亚	3.07	0.77	75%	19%	-2%
丽江	2.23	0.6	73%	30%	10%
九寨	1.49	0.47	68%	14%	2%
合计	13.67	3.9	71%	8.5%	1%

（吐个槽，公司披露的年报摘要第7 页，居然把营业成本一列，写成营业利润，把营业成本同比写成营业利润同比。

关键数据科目披露错误，误导老唐进入错误数据关系里去，为数据间逻辑关系浪费的时间足够啃3.59 个猪蹄了。

财务总监兼董秘陈胜敏先生必须给个差评+ ，但看在你以财务总监身份临时被抓差来顶替董秘一职，尚不熟悉董秘工作的份儿上，勉强原谅你了）

2017 年G20 影响因素没了，以常理推测，杭州项目将会恢复增长，加上其他三个千古情的正常增长，单独看现有的演艺及公园这部分，老唐认为2017 年将收获15% 以上的增长。

除了上述四个项目以外，主打西周文化、青铜器主题的长沙宁乡项目，已经于2016 年国庆试营业，2017 年五一正式开业。这个项目，是公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

司一个崭新的尝试。

该项目由当地企业投资25 亿，宋城公司负责提供品牌授权、规划设计、协助建设、剧目创作、互动体验项目设计、开业筹备等一揽子服务，为此，宋城公司将得到2.6 亿元服务费（2016 年已经确认1.17 亿，剩余1.43 亿应该于2017 年内确认）。

同时，当地投资方承担项目日常全部运营费用，宋城公司提供经营管理。宋城公司抽宁乡项目“ 年可支配经营收入” 的 20% 作为管理费。

这个“ 年可支配经营收入” ，具体是个什么口径，老唐没找到解释。推测应该不是营业收入的20% ，可能是营业收入减去营业成本后的20% 。按照毛利率70%+ 估算，约相当于营业收入的15% 。

该项目若获成功，公司就趟出了另外一条轻资产扩张的道路。利用整整20 年积累的项目设计和运营经验，从全部靠自己投资建设运营，拓展到品牌和管理输出，利用别人的资本获利的扩张阶段。可以想象，扩张速度将不再受限于资本规模，从而具备了快速复制、快速扩张的可能。

以三年的目光来看宋城的发展。2016 年杭州、三亚、丽江、九寨四个项目（九寨项目，公司持股80% ，其他三个是全资子公司），加上宁乡服务费收入（1.17 亿，净利润估计约0.7 亿），合计获得净利润6.5 亿。若参照GDP 增速7% 左右考虑公司这部分业务的利润增速，到2019 年末这部分可以获取的净利润约8 亿。

同时，2018 年《上海千古情》和《漓江千古情》开业，2019 年《张家界千古情》和《澳洲黄金海岸传奇王国》开业。其中《漓江千古情》是和上市公司桂林旅游合作的，公司持股70% ，桂林旅游持股30% ，其他项目为公司全资。

假设上海、漓江、张家界和黄金海岸四个项目，以及未来三年里也诞生一项类似宁乡的品牌管理输出项目，他们合计在2019 年也达到现有四个项目2016 年的净利润水平6.5 亿—— 桂林和张家界的景区号召力，丝毫不低于三亚、丽江和九寨沟，且位于国土中部，更靠近经济发达地区。而上海则会有三台节目，《上海千古情》、与上戏及加拿大戏剧学院合作打造的沉浸式多空间剧目《上海都魅》和《紫磨坊》，公司计划用这三台节目打造“ 东方百老汇” ，填补上海文化演艺市场空白。

按此估算，新旧项目相加，可以预计的2019 年宋城演艺演出及公园部分，净利润约14.5 亿。鉴于这部分业务毛利率超70% ，净利润率与茅台相当（税负远低于茅台的缘故），现金流状况良好，且具备不断复制可能，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

属于高确定性业务，个人认为20~25 倍市盈率是可以给的，即公司2019 年演出及主题公园部分，将带来290 亿~360 亿之间的市值支撑。

公司现有的项目集中在景区，其特点是必须依赖知名景区，且项目不可以距离景区太远（例如2016 年清算的武夷山项目，就是项目位置距离核心景区太远）。其背后的含义，是游客不是为了看千古情来该地区，而是因为来著名景点旅游，顺带看个节目。

这个“ 顺带” ，术语上叫做观众转化率。观众转化率= 旅游演艺售票量/ 当地接待游客总量。2015 年我国旅游演艺市场观众转化率前十强旅游目的地是：丽江21% 、三亚14% 、阿坝州10% 、峨眉山7% 、拉萨5% 、张家界4% 、杭州4% 、桂林4% 、珠海2% 和武夷山2% 。即便不参考纽约演艺市场24% 的观众转化率，只看同属本国的丽江三亚转化率水平，张家界、杭州、桂林等地都还有很大的提升空间（转化率数据源于东莞证券研报）。

公司2016 年财报里体现的新项目，是公司战略的全面展示：景区复制（张家界、桂林），海外扩张（澳大利亚）、从景区走向城市（上海）、轻资产输出（宁乡）。从这个意义上说，老唐上面说的290~360 亿，很可能低估了这部分的成长。因为这后三种模式，任何一种的成功，都是开创了一个蓝海，尤其是城市演艺。

记得大约十年前吧，有沈阳的朋友招待老唐看刘老根大舞台，那是一种过节一样的气氛，是一种在桑拿洗浴喝酒K 歌打牌之外的社交方式。个人觉着以宋城的创造力和品牌，城市演艺部分的发展潜力不会低于景区演艺。

能理解的东西说完了，接下来谈谈不能理解的东西。

年报浅印象12 宋城演艺(下)

原创 2017-03-13 唐朝 唐书房

能理解的东西说完了，接下来谈谈不能理解的东西。

	营业收入	营业成本	毛利率	营收同比	毛利率同比
千古情	13.67	3.9	71%	8.5%	1%
六间房	10.9	5.45	50%	195%	-1%

公司营收，除了千古情演出及主题公园外，另外还有一大块是公司2015 年花了26 亿收购的互联网直播平台六间房公司带来的。营收10.9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亿，毛利率50% ，净利润2.35 亿。

据财报介绍，六间房是中国最大的互联网演艺平台，有22 万名签约主播，月均访问用户4350 万，每月人均充值681 元。这些钱干嘛呢？买虚拟物品送给主播，然后公司和主播二一添作五，各拿一半。

很惭愧，老唐从来没上过这种网站。为了理解宋城演艺，花了足足一个小时上6.cn 去观摩。搜索6.cn 后，看见公司给六间房的定位如下

老唐第一反应，这是个擦边涉黄的网站，估摸着就是展示乳沟、大腿、跳艳舞及各种发嗲的地方。

老唐“ 兴冲冲地+ 饱含窃喜地” 登录了以后，大失所望。点开好几个主播，穿的都挺严实，聊的内容也跟sex 毫无关系，主要以闲扯淡和讨打赏为主。

前后晃悠了一个小时的样子，老唐彻底懵圈了。这样也有大堆人打赏？这种直播可以让用户“ 人均月充值681 元” ？老唐看一大堆材料，揉入二十年铁血割肉经验，敲几万下键盘，写一大篇诚意九足（不敢说十足）的投资分析，所得打赏通常也就在50~500 元之间波动。

一个美女（有些甚至还算不上美女）坐在镜头前瞎扯些闲话（今天我崴了脚，今天我买了个靠垫，今天我去理疗了），或者跳一段水准相当一般的舞蹈（不是钢管舞，也不是脱衣舞）然后一群人丢钱进去？？天哪，这是些什么人？他们究竟在购买什么？老唐觉得自己大脑已然短路了——真心理解不了。

当然，理解不了，并不代表这些是假的。虽然老唐没玩过直播，但知道有很多依赖直播获利的企业存在。唱歌的、吼麦的、翻跟斗的、吞刀片的、拼酒的、吃虫的（甚至听说还有直播吃翔的），林子大了什么鸟都有，价值观的多样化，也是这个世界可爱的一面。

只是，理解不了，就没法判断六间房营收的真假，无法判断其未来盈利能力是否能够持续，无法判断企业价值的区间。依照老唐的小人之心猜测，六间房这种业务，营收和净利润造价太容易了。只要能在资本市场上卖出26 亿的高价，拿个几亿出来砸砸漂亮姑娘又能怎样？

2015 年宋城演艺花26 亿收购的六间房（2015 年8 月并表），2015~2018 年的业绩承诺为1.51 亿、2.11 亿、2.75 亿和3.57 亿，期间承诺利润总和接近10 亿。因为有此高额净利润承诺，收购产生了23.7 亿的商誉资产（收购价格高于可辨认资产公允价值的部分）。

如果未来六间房持续盈利，这部分商誉就始终在报表上，反之，如果未来盈利能力下降乃至丧失，这部分商誉就要做减值，从某年或者某几年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的利润表里当做费用扣除。因此，六间房盈利能力的判断，对宋城演艺未来估值至关重要。然而，这个能力，老唐没有。

近期，公司通过六间房还要花3.8 亿收购一家从新三板退市的手游公司。手游，老唐从来没玩过。老唐的手机上任何游戏都没有。但我见过很多人沉迷于手游，知道这东西确实能够赚钱。

然而，要收购的标的公司，是否能在被腾讯和网易占据超过7 成以上份额的手游市场中持续盈利，老唐也不懂做判断。不过，看过周五的业绩说明会实录后，老唐倒是认同直播+ 游戏，会产生1+1>2 的效果，可能会是一个很不错的增长点。

至于直播和手游之外的针对二次元用户的二次元游戏、二次元社区、二次元衍生品、女团养成、声优app 等等，老唐更是一头雾水。好不容易通过度娘，知道了所谓二次元就是虚拟世界，就是二维平面内容，是喜欢漫画游戏的群体。对这部分会如何发展，也只能是两手一摊，嘟囔一声“偶唔知” 。

但是，有一点事关股价博弈的东西是能够确认的，六间房的业绩承诺，无论通过增长还是伪增长手段，应该是有把握完成的。2018 年为3.57 亿（手游公司2019 年承诺利润为0.65 亿，但手游公司属于六间房的子公司）。假设2019 年市场预期六间房能有增长或者维持不变，加上2019 年能够预期的演艺部分利润约14.5 亿，合计2019 年公司净利润大致可以做到18 亿。

如果市场届时给20~25 倍市盈率（总市值不大，有高科技题材，有实实在在的盈利和现金流，在当前的利率环境下，20~25 倍市盈率的推测，应该不算过分乐观），市值约360 亿~450 亿之间，相对于目前300 亿市值，三年约能获得20%~50% 的确定性收益。

也就是说，当前投资宋城，仅以三年为时间跨度看，演艺部分有很大概率可以撑住当前市值。而线上直播、手游、二次元、叽哩哇啦咕噜嘎这些黑科技东东带来弹性。

只要这些黑科技不崩盘，不导致商誉减值，即使没有预计的那么好，哪怕只有预计的一半好，可能都会给投资者带来相当不错的回报。反之，若是吻合公司预计，甚至超越公司预计，那就是数钱到手软的企业了。

这个决策挺艰难的：

① 企业上市6 年零三个月了，满足我的上市时间要求；

② 上市以来营收和净利增长都不错，展示了良好的管理能力。确实是干事的实业家，不是资本玩家；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

③ 商业模式很好，具有不断增强的竞争优势。一直保持高Roe ，且暂时看不见构成威胁的竞争对手；

④ 演艺业务未来有看的见增长；

⑤ 管理层下注的另外一半东西，我完全不懂，无法估值。

用公司战略“ 六个宋城” 来对应总结，就是① 演艺宋城和旅游宋城，是企业基础，可以支撑三年后的当前市值；② 国际宋城，是中性内容，值得探索；③ 网红宋城、IP 宋城、科技宋城看不懂，是赌管理层、赌人性的一面。总体来说，以三年时间长度看，是一个赌错了大概率不输本金（输时间，输机会成本），赌对了能够大赚的赌局。

若是现在市值200 亿，就好办多了，相当于“ 买线下、送线上” 。然而，现在是300 亿！想来想去，我还是决定买点观察哨，如果一路向上，那就不是我的菜了。如果有幸还能跌下去两三成，我就信一回黄董和刘岩，入场下注。

潜在风险：

① 线上业务衰退，导致商誉减值；

② 线上涉黄或涉及反动内容被有关部门整顿，导致商誉减值；

③ 城市演艺及海外演艺水土不服，营收远低于预期；

④ 黄氏家族内部纷争，导致企业管理层及核心员工流失（黄巧灵的很多兄弟姐妹及其他亲属参与公司管理）；

⑤ 年仅41 岁，持有公司二十多万股股票的董秘董昕，在年报披露的前一天突然辞职，是真的有个人原因，还是背后藏有其他负面故事（公司临时用没有董事会秘书任职资格的财务总监顶替董秘一职，可以推测董昕辞职前并没有和公司有过良好的沟通）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20170320 伟星新材

伟星新材年报浅印象（上）

原创　　2017-03-20　　唐朝　　唐书房

文章开始，一定要再强调一下：本文只是老唐初读伟星新材2016 年报的粗浅印象。鉴于该企业是大家投票选出的，老唐对其了解并不深入，仓促间本文一定有很多不足乃至错漏之处，仅作为一种企业初始研究的思路探讨，请勿依据本文草率做出投资决策。

老唐先说结论：

① 这是一家能挣回真金白银的好企业。资产结构干净，产品销售顺畅，现金流良好，资产负债表和利润表都很舒服；

② 公司所处的塑料管道行业，竞争激烈，增长空间不大，未来的主旋律是依赖干掉别人吃存量发展，会比较艰难；

③ 公司几乎没有什么可以依赖的坚实护城河。非要说有，就是这帮人和他们建立的销售渠道，具备了一些先发优势，为管理层点个赞；

④ 正因为行业本身发展空间不大，实际控制人更倾向于依托伟星的现金，加大在其他方面的投资。然而，目前看，这些投资风险较大；

⑤ 伟星的合理估值在152~190 亿之间，当前恰好处于合理估值的下限，适合持有。对买入决策，则缺乏足够吸引力的获利空间。

下面细说。

对于伟星的好，券商研报基本众口一词，通通说好—— 其中有几家不说“ 好” 的，说的是顶好顶好。她为什么就这么招人喜欢呢？

打铁就要自身硬，关键是表现够优秀。伟星是2010 年初上市的，七年来，营收翻了三倍有余，从2009 年底的不足10 亿，发展到2016 年的33 亿，年复合增速约20% ；年净利润从2009 年底的1.33 亿，发展到2016 年的6.71 亿，年复合增速约26% 。

更为难得的是，伟星自上市以来保持的高额分红良好记录。如下表：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年份	分配方案	分掉现金	分红率
2010	10派3元	0.76亿	45%
2011	10派8元	2.03亿	92%
2012	10派8元转3股	2.03亿	86%
2013	10派8元转3股	2.7亿	85%
2014	10派6元转3股	2.67亿	69%
2015	10派6元转3股	3.58亿	74%
2016	拟10派6元转3股	4.65亿	70%

单看这张表也许感觉不到呆坐投资的魅力，老唐换个说法。假设2010年3 月伟星发行新股上市时，你拿出11 亿按照IPO 价格17.97 元/ 股，将其所有新股（总股本的25% ）全部认购下来。这7 年里，你靠分红已经陆续收回了4.6 亿现金，目前你依然拥有1/4 个伟星，今日市值约38 亿（约数，由于有股权激励送股的稀释，有少许误差）。

可能你会说没那么多钱，也没有机会吃下全部新股，那么按照上市第一天的最高价24.88 元/ 股—— 那时新股发行制度不同，中新股的基本是上市当天开盘就抛，首日一般成交量巨大—— 买入1 万股，这7 年里，你也收回了约7.5 万红利（含税，2016 年的也算进去了，但实际还没到手），同时还拥有今天市价约62 万元的股票。

这期间伟星市盈率从35 倍（或48 倍）跌到现在的22 倍，你没赚到一分钱市场情绪波动的利润，但，那又如何？你按照35 倍市盈率的价格17.97 元买进，7 年年化复合收益率超过25% ；你按照48 倍市盈率的价格24.88 元买进，7 年年化复合收益率超过15% 。

这就是和优秀企业在一起的魅力。

注意，计算上面这笔账，可不是出于无聊，老唐是特意算出来送给各位，作为查理. 芒格“ 买的便宜远没有买到好企业重要” 投资观点的例证。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

芒格说：“ 从长期来说，一只股票的回报率跟企业发展是紧密相依的。如果一家企业40 年来净资产收益率都是6% ，那在长期持有40 年后，你的年均收益率不会和6% 有什么区别—— 即便你当初买的时候捡了便宜货。如果该企业在20-30 年间净资产收益率都是18% ，即便你当初出价过高，回报依然会令你满意！”

芒格这段话比较反直觉，也和市场常见的“ 买便宜” 的“ 大师语录” 有冲突，但若结合优秀企业长期的经营表现和股价变化来思考，很可能会对芒格这段话有更深的领悟。

烂企业的财报，各有各的精（duan ）彩（zi ）。好企业则是类似的：资产结构清晰，现金流状态良好，应收账款很少甚至没有，存货管理符合经营需求、有较大数额的预收或应付等经营性占款等等。没什么好解剖的，展示一下伟星资产负债简化版，大家一眼就看明白了：

资产		负债及所有者权益	
现金及类现金	15亿	有息负债	0
经营资产	19亿	经营性占款	9.2亿
股权投资	2.5亿	净资产	27.5
资产总计	36.7亿	负债及所有者权益	36.7亿

其中，经营资产里，应收账款1.7 亿，与营收之比为5.1% ，大约是半个月的销售，可以视为属于企业经营中的正常账期。

上市以来，应收账款占营收比例稳定走低，其7 年数据为8.2% 、9.3% 、8% 、6.3% 、6.4% 、6.4% 、5.1% ，显示出了企业对市场和经销商的掌控力。

存货4.7 亿，约对应50 天销售量的库存，上市以来该数据为74 天、55 天、57 天、60 天、60 天、54 天、52 天，稳中有降。

经营性占款里，有3.54 亿预收，大致相当于收到款后一个月左右发货。

再看利润表，21% 的营收增长，换来38% 的净利润增长。一方面是销售扩大，一方面是费用控制（这个问题后面还有深入分析），两手都比较硬。

毛利率46% 、营业利润率24% 、净利润率20% 的生意。净资产收益率高达26% ，即便按照总资产回报率算，也高达18% 以上。现金流状况良

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

好，所有利润都是真金白银的现金（现金流量表就不上简化版了）。

对于摇旗呐喊的吹鼓手而言（例如买入、强烈买入的券商建议），看出财报数据的好，就足够了。但对于投资者而言，远远不够。我们要继续思考，这个“ 好” 从哪里来的，可以持续吗？

伟星新材的产品主要分为三大系列：一是PPR 管，用于建筑内冷热给水；二是 PE 管，主要用于市政供水、采暖、燃气、市政排水排污等领域；三是 PVC 管，主要应用于建筑内排水、市政和农村排水排污。

公司业务分为零售家装、市政工程、房产工程三大类。家装零售类业务主要依托经销渠道进行经营；市政工程和房产工程类业务主要通过直销和经销的方式经营。

资料显示，我国塑料管道中，主要产品就是这三类：PVC 、PPR 和PE 管，分别占据36% 、28% 和24% 的市场份额。其中PVC 广泛用于给排水、通信、电力等领域，在国内推广使用最早，也是目前市场份额最大的塑料管道，但其产量和份额总体是呈下降趋势的。 PE 管道是近几年发展最快的一类管道，也是目前市政给水系统的首选塑料管道； PPR 管道，主要用于冷热水管及采暖，由于被大量新房及二手房装修使用，和房地产行业兴衰联系紧密。

我国塑料管道行业的发展，大体分为三个阶段。

① 起步阶段：全国塑料管道总产量，从 1990 年的不足20 万吨增长至2000 年的近80 万吨，年复合增速约15% ；

② 高速发展：从2000 年的近80 万吨，到2010 年的约840 万吨，是发展速度最快的阶段，年复合增速约25% ；

③ 平稳阶段：从2010 年的约840 万吨，到2016 年伟星年报里预估的全国年产1435 万吨，年均增速不足10% 。而按照《中国塑料管道行业十三五规划》，到2020 年，中国塑料管道行业总产量要达到1600 万吨。数字看着大，但算 年复合增速的话，也就3% 了。

因此， 目前（2017~2020 年），对于行业而言，是进入了平稳期的龟速阶段 。龟速阶段，你要想跑出豹的速度，必然需要从别人碗里抢食。但，凭什么？你凭什么优势在竞争中去抢别人的市场，而不是被别人抢？接下来，我们看看行业竞争态势。

伟星财报说“ 目前国内规模较大的塑料管道生产企业 有3000 家以上，其中年生产能力 1 万吨以上的企业约300 家，有20 家以上企业的年生产能力超过10 万吨。” 行业内竞争明显处于激烈状况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伟星财报介绍自己属于“ 中国家装管道行业十大品牌” 之一，老唐开展衍生搜索，可以看见同级别竞争对手主要有日丰、金德、联塑、金牛、皮尔萨、索邦、爱康、中财、白蝶等等。

这些企业主要集中在广东、浙江、山东、河北，上述四地的产量总和约占全国总量的50% 。这些企业之间的技术水平，没有显著差异，品牌定位也非常近似，营销方式也处于相互学习状态中。行业前20 位企业，销售量已经达到行业总量的40% 以上。

从这个意义上说，这一竞争群体中，没有任何厂家具备显著的领先优势，属于群雄混战阶段，区别只在于谁家有能力覆盖到多大区域。

例如湖南建材数据网发布的湖南省2015 年PPR 水管十大品牌市场份额排行榜，伟星管就仅以0.2% 的市场份额名列第七（华中地区，伟星基本上没什么覆盖），第一名市场份额是73.8% ，第二名15.53% ，差距很大。这说明推动销售的核心要点是产品覆盖的渠道和推广力度，是靠推力而不是靠产品自身的拉力。

因此，要说竞争优势，当前产品竞争状态下，已经建成的销售渠道，反而是核心优势，在此基础上，才能谈技术创新、品质升级。

渠道方面，伟星的优势在针对家装的PPR 管道的经销和零售方面。从2016 年财报看，公司2016 年增长核心也依赖于PPR 。公司营收总共增长了5.75 亿（同比21% ），其中PPR 增长4.6 亿（同比+32% ），占据增幅的80% 。而PE 管增幅不足4% ，仅增加了约3000 万的销售（pvc 增幅20% ，增加额约8000 万）。

PPR 销售，占据公司2016 年营收的58% ，毛利润的73% 。这些数据，能够让我们发现，伟星的增长，严重依赖于房地产市场的发展（周期落后于房地产周期一到两年），2015 和2016 年房地产市场的高速发展，对于伟星2016 的高增长居功甚伟。

理解了这个关系，通过观察当年房地产销售情况，大致能够推测伟星未来一两年的营收增长情况（装修迟于新房销售一到两年，而旧房升级换代装修大体比例基本固定）。

另外，还需要特别注意，2016 年伟星销售管道17.8 万吨，同比增加19.3% ，但同时原材料成本仅增加了11.7% 。原材料成本增幅与销售量增幅的不同步，证明2016 年公司因原料降价而受益了。

幅度有多大呢？约增加了税前利润0.95 亿。按照公司财报15.7% 的实际综合税负计算（公司本部及下属上海、天津、重庆子公司均是15% 的所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

得税率），原材料降价因素导致同比增加了0.8 亿净利润，在公司2016 年同比增加的扣非净利润1.8 亿中，占比约45% 。

通过以上两点，我们知道了， 伟星的增长，一方面来自房地产市场的火爆，另一方面来自原材料降价 —— 注意，不是否定伟星管理层的努力，而是理清增长的外在环境，理解这增长究竟是必然如此，还是有偶然性。

那么，伟星所用原材料降价的原因是什么，又是否可持续呢？请继续阅读下篇。

伟星新材年报浅印象（下）

原创　　*2017-03-20*　　*唐朝*　　唐书房

上篇说了，伟星的增长，一方面来自房地产市场的火爆，另一方面来自原材料降价。那么伟星的原材料降价的原因是什么，是否可持续呢？

通过资料查询得知，PPR-- 聚丙烯管,PVC- 聚氯乙烯管，PE- 聚乙烯管，其原材料是石油化工产品，受油价波动影响较大（高油价的2007 年，伟星原材料成本占据成本总额的85% ，低油价的2016 年原材料成本占据成本总额的66% ），且上述聚X 烯，除了生产塑料管道以外，还有多种用途。塑料管道厂家对于原材料价格，基本没有议价能力，属于价格接受者。

房地产市场的发展，不是伟星所能预测和掌控的，原材料价格也不是伟星所能预测和掌控的，两个主要增长因素，均是具有巨大波动性的宏观因素，因而，伟星的未来，可能也会有较大的波动性 —— 再次强调，不是否认管理层的优秀，其他同行也同样面对这两个宏观因素，但伟星的成长，证明了在同样的外在条件下，人的因素是能带来区别的。

说到房地产，有必要谈一点公司实际控制人对房地产的看法。当前公司实际控制人（伟星集团创始人，正副董事长章卡鹏和张三云），的主要发展方向是房地产。

这俩人除控股平台伟星集团和上市公司伟星股份以外，其他任职几乎清一色的是房地产公司的董事长、法人代表。且伟星新材前5 大股东（全是章张控制，上市前持有公司股份99% 的五位股东）持有的伟星新材股票，几乎全部用于质押贷款了。涉及股票约5.4 亿股，质押数量已经精确到千股，暴露了实际控制人对于资金的极度饥渴。

本行业竞争激烈，未来增长空间不大，实际控制人下重注于房地产，这可能是伟星新材一贯坚持高额分红的原因之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

再看对下游的议价能力。公司产品销售侧重PPR 管，模式上倚重于经销商和零售渠道，通过提升品质和推出“ 星管家” 服务，毛利率较高，达到59% 。而PE 和PVC 管道，主要需要面对政府机构和房地产商，这方面公司似乎不太擅长。

以PE 管举例，早在2011 年，公司的PE 管销售额就有7.6 亿，尚且高于PPR 管的6.4 亿销售额，然而，到了2016 年PE 管销售额仅仅9.1 亿，不到PPR 管的一半（2016 年PPR 管销售额18.9 亿）。毛利率低下+ 销售增长缓慢，证明了伟星在面对政府和地产商的时候，议价能力不足。

行业空间不足，增长要靠抢存量；房地产市场发展和石油价格波动两大增长核心因素公司是被动接受；通过提高品质和售后服务对小客户具备议价能力，对大客户不具备议价能力；具备优秀的管理层，有良好的经营和分红记录，且大股东资金饥渴症状严重，依照这四大特点分析，伟星未来大幅增长的不确定性较强。

这是老唐的看法，那么公司对自己的发展又是如何看待的呢？公司财报中，预告了公司2017 年的奋斗目标：2017 年公司营业收入目标力争达到 38 亿元，成本及费用力争控制在 29 亿元左右。

看人靠不靠谱，不是看他/ 她今日牛吹的多大，要看他/ 她过去许诺的东西有没有落实，企业也是一样。这个38 亿营收，29 亿成本费用，可信吗？看它的历史目标达成情况：

结论是基本无误差，上下会有少许波动，基本可以直接用。有了这个结论就好办多了，2017 年营收约38 亿，成本及费用约29 亿，意味着有9 亿营业利润，不考虑营业外收支，直接按照企业15.7% 所得税负计算，2017 年净利润7.6 亿。由于伟星下属子公司全部是100% 控股，无少数股东损益，意味着合并报表归母净利润就是7.6 亿，同比增长约15% 。

—— 你看，财务总监把这么机密的信息堂堂正正地写在了财报中，关键问题就是看你会不会读了！叮咚，插播广告：“ 读财报的利器，《手把手教你读财报》，京东当当亚马逊售价34.8 元，您居家旅行杀人越货的必备良品！”

2017 年净利润7.6 亿，同比增长15% ，合适的市场估值是多少？我个人觉着20~25 倍市盈率可能是靠谱的，这意味着 2017 年伟星市值的合理值是152~190 亿之间 ，当前市值正好152 亿（它爷爷的，是不是谁跟老唐用的同品牌的算盘？），属于合理值的下限。买入，缺少足够的获利空间，卖出却可以再等等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

正因为管道行业就这样了（突然想起小时候听过的一句话：什么叫社会主义？就是说，社会就这样了，主意要自己拿，哈哈），公司也在多方突围，寻求新的发展空间。一方面顺着管道的进口做净水，一方面顺着管道的出口做防水。

拓展方向基本合理，品牌延伸符合主业定位。但净水只是一个进口产品的代理，防水则刚刚建立队伍，短期一两年里，不要寄托什么期望，当做实验对待即可。这方面，券商研报及网络上的概念鼓吹，老唐是视而不见、听而不闻的。

但是—— 请注意，中文表述，但是后面的话都很重要—— 公司今年搞了一项投资，令老唐很是困惑。

公司投了2.5 亿，参股了TCL 李东生主导的一个基金，然后又和前海鸿大一起，一次性从茂业通信大股东中兆投资的手里，按照20 元/ 股的单价，接下了茂业通信（sz.000889 ）的7000 万股。

公司参与发起基金时，公告的投资方向是“ 主要投资TCL 上下游、伟星上下游、TMT 、新能源、新材料、医疗健康、高端装备、文化创意等行业，以及新三板、VIE 回归和上市公司定向增发” 。公告油墨未干，公司的2.5 亿，加上TCL 的2.5 ，还有前海鸿大的9 亿，这家基金一共就收到了14 亿，duang ，梭哈！全压茂业通信。

茂业通信是个什么都东东呢？2016 年盈利2 亿出头，约为伟星的1/3 ，按照20 元股价计算，伟星相当于在茂业市值124 亿的时候，买了1250 万股。可是，伟星下注茂业的那天，伟星自己的市值也恰恰好是124 亿。这真金白银的下注茂业而不回购伟星，是想告诉大家伟星不如茂业？

这家茂业通信，以前叫渤海物流。2008 至2009 年间，中兆投资通过二级市场举牌入主，2013 年更名为茂业物流，2014 年通过增发新股收购了“ 小灵通之父” 吴鹰旗下一家公司，主业从物流变更为百货零售和短信彩信服务，2015 年更名为茂业通信。

现在中兆把7000 万股高价卖给伟星等接盘侠—— 说高价，是因为20 元的价格，比过去一年的市场最高价18.89 元还要高1.11 元。当前股价17.5 元，伟星对应浮亏3100 多万—— 导致公司陷于没有实际控制大股东的状态。目前的股权结构是吴鹰23.86% ，中兆22.2% ，接盘侠11.26% 。

下一步怎么走？茂业通信已经发布公告，原预定的3 月9 日披露年报，现在无法按时披露，需要推迟到4 月11 日。虽猜不出他们玩什么把戏，但左右脱不了资产重组割韭菜的游戏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这几日，董事长辞职，独董辞职，董事会改选，中兆是明显打算继续卖股脱身的样子。谁会继续进入？伟星承诺总投入5 亿，那么另外一半2.5 亿是否继续从事茂业接盘侠这个很有前途的事业？李东生和吴鹰会寻求对公司的控股权吗？前海鸿大背后隐藏着谁，目的是什么？

这些东西，市场炒家感兴趣，老唐不感兴趣。老唐只是期望伟星新材这家好公司，不要因此而走上资本玩家的邪路。好好卖管子吧！ 天朝缺少做好一根管子的实业家，不缺几个盯着韭菜腰包的股票炒家。就算真缺了，我唐书房一干人等义不容辞立刻补位，无需章董张董金董费心。

最后，书房里谁持有伟星新材，有空打个电话问个数字儿（体谅老唐最近身兼数职，或许转身就把这茬给忘了）：公司财报第15 页，分地区销售数据里，华北、华东和西部地区，毛利率一模一样，全是47.68% 。在PPR 、PE 和PVC 管道毛利率分别为58.74% 、33.95% 和24.57% 的情况下，是什么原因或结算模式导致三个地区的毛利率如此精确的一致？谢谢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20170327 信立泰

投机者信立泰（上）

原创 2017-03-27 唐朝

先说说信立泰的发家史，知道这个对于理解信立泰挺重要的。

今日300 亿市值的信立泰，它的基石建立在一次投机活动上，一次对中国专利法的投机。信立泰利用这次投机，抢在医药巨头赛诺菲公司的抗凝血原研药波立维之前，在中国上市了波立维的仿制药。这次成功的投机，诞生了一款累计销售近两百亿的药物—— 泰嘉。

波立维是“ 硫酸氢氯吡格雷” 的商品名（放心念，就是发“ 绿笔格雷” 音，正所谓“ 汉字念半边，不会错上天” ），是由法国赛诺菲和美国施贵宝于1996 年联合开发，1997 年10 月获美国FDA 批准，1998 年3 月在美国上市，1998 年底在欧洲国家及俄罗斯上市，2001 年8 月在中国上市。它是一款抗凝血药物，可减少动脉粥样硬化性事件的发生，如心肌梗死，中风和血管性死亡等。

波立维可称得上一款神药，是全球有史以来销售额第二大的药品，仅次于辉瑞的降脂药“ 立普妥（降血脂的，不是降肥肉肉的）” 。波立维在美上市第4 年就成为重磅炸弹药物（重磅炸弹药物指年销售额超过10 亿美元的药物），2008~2011 年巅峰期，年销售额均接近百亿美元。

下图是波立维在美年销售额数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



除2006 年因遭遇专利流氓，导致当年销售受挫以外，其他年份一路高歌，并在2008 年至2011 年维持在年销售近百亿美元的水准上，完全是一台马力十足的印钞机（好想有个它…… 唱！）。

到2012 年5 月，15 年专利保护期满后，大批仿制药涌入市场。截止现在，美国市场已有超过15 家企业的氯吡格雷仿制药上市。

注意，美国的仿制药是2012 年5 月后开始上市的。中国呢？波立维2001 年8 月获准在中国销售，信立泰的氯吡格雷以泰嘉为商品名，于2000年9 月1 日拿到生产批文。

于是，在中国出现了仿制药先于原研药上市，且在原研药专利保护到期12 年前，开始生产销售的奇特现象。一直到2012 年5 月专利保护到期前，中国偌大个市场，就一种仿制药泰嘉和原研药波立维通吃市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

为何会出现这种奇怪的局面呢？是因为信立泰钻了中国专利法的一个空子，或者叫利用了专利法的漏洞。简单的说，

① 中国1992 年前不承认药品的知识产权，1992 年9 月修订后的专利法，也只承认1993 年以后获得发明专利的外国药品专利。而氯吡格雷是1990 年2 月9 日在法国获得的发明专利，不在保护范围内；

② 根据中国1992 年12 月打的专利法补丁《药品行政保护条例》规定，1986 年~1993 年间的发明专利药品，可以单独向中国政府申请行政保护；

③ 赛诺菲于2000 年3 月3 日向中国国家药监局申请了针对氯吡格雷的行政保护，该行政保护于2000 年9 月19 日获批；

④ 信立泰于行政保护获批前18 天（2000 年9 月1 日）获得氯吡格雷生产批文，由此享受8 年时间的独家生产权；

⑤ 受赛诺菲所申请的行政保护限制，其他任何厂家均不得于2012 年5 月专利到期之前生产氯吡格雷。信立泰也沾行政保护的光，使独家生产权事实上延伸到了2012 年5 月；

⑥ 于是，长达12 年的时间跨度内，中国市场就只有泰嘉和波立维通杀。其中泰嘉以性能差不多，价格便宜很多（仿制药少了大量研发成本摊入）为市场卖点。

要提醒一点，这不是否定信立泰的技术能力，不是说信立泰“ 只” 靠钻法律漏洞就收获了泰嘉。仿制药品这事儿，技术含量其实也很高的，不是谁都能干出来的。

接下来说企业经营。

信立泰上市以来，经营情况可以用“ 优中有忧” 来总结。说优，是因为泰嘉销售情况一直很好，药品好，效果杠杠滴，再加上信立泰的推广工作也做得好，信立泰上市8 年来，累计获取约180 亿营业收入，且一直维持着高毛利率—— 例如2016 年财报中制剂部分，毛利率仍然高达87% ，这其中主要就是靠泰嘉。

2009 年，信立泰在深交所上市，通过发行25% 股份，从公众股东处获取资金11 亿多，加上上市前公司净资产约3.5 亿（总资产约5.4 亿），合计净资产也就约15 亿。

8 年来，净资产收益率基本在20%~30% 间波动，累计创造净利润约60 亿，现金分红近30 亿，其中公众股东获得现金分红约7.3 亿（含税，含2016 年分红预案）。当前信立泰市值约300 亿出头，25% 股份对应市值约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

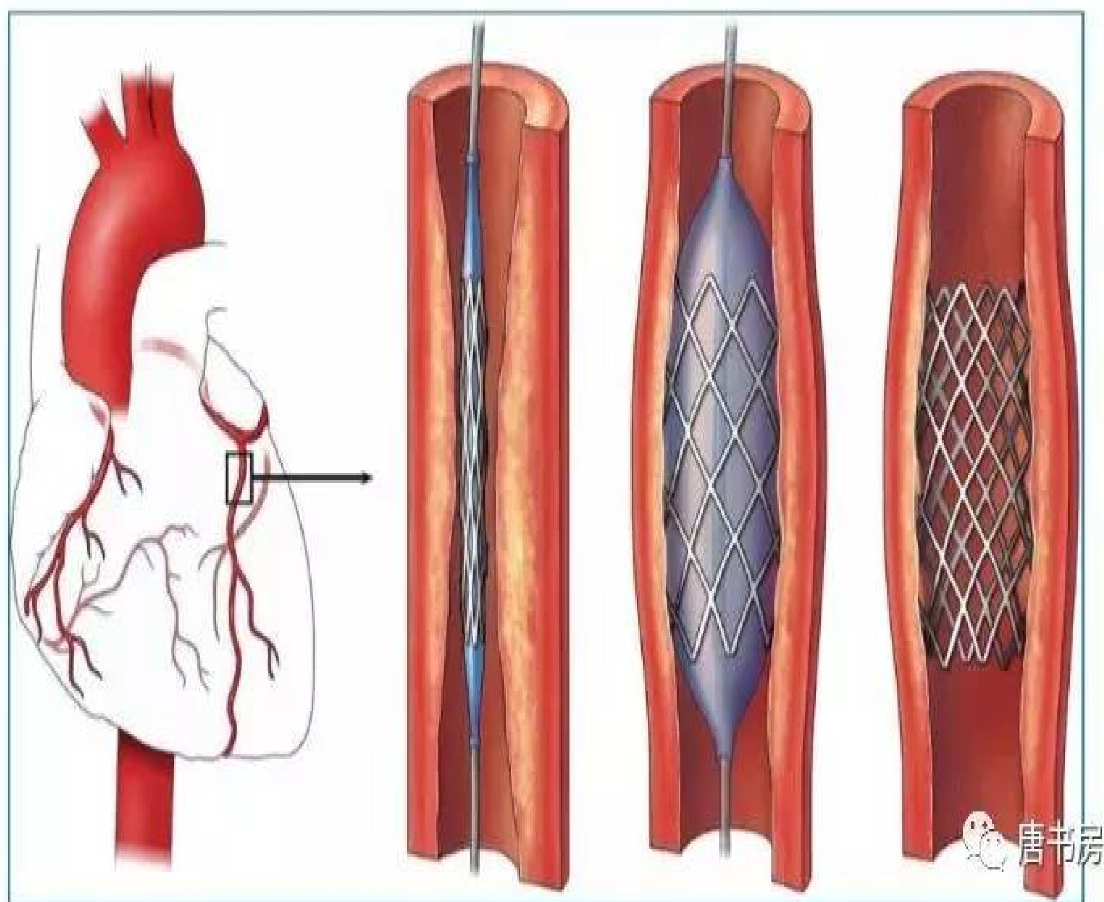
75 亿。从11 亿多变成约82 亿，8 年7 倍多，年复合收益超过27% ，这也归功于泰嘉。

这个氯吡格雷究竟是个什么东东，会这么牛？以老唐简单粗暴的理解，它是冠心病支架手术的搭档。冠心病（冠状动脉粥样硬化性心脏病）会导致血管狭窄或阻塞，从而使心肌缺血导致死亡。据世卫组织数据，冠心病目前是全球第一大死亡因素。

随着年龄的增长和生活水平的提高，中国冠心病发病率近年来呈快速上升态势。过去十年，中国冠心病发病率已经从大约万3 提高到万10 了，且由于老龄化社会的来临，冠心病发病率依然将不可阻挡的继续提升。

治疗冠心病的主要手段就是冠心病支架手术（英文简称PCI ）。简单理解，就是将一个可膨胀支架放进血管里，把已经变狭窄或者阻塞的血管撑开，让血液恢复流动。而支架这个异物放进血管以后，会引起血液围绕它凝固，重新堵塞血管，导致病人手术失败死亡。

找个网络上的图示意一下



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

而氯吡格雷的作用，就是能够防止血液在这个支架附近凝结。因此，PCI 手术后服用氯吡格雷已经成为美国、欧洲及我国的常规治疗手段。按照美国心脏协会的建议，手术后至少要服用氯吡格雷12 个月乃至更久，没有医生同意不可以停药。

牛吧？也就是说，手术后如果不吃这药，可能会导致手术失败死亡。在这样的威胁下，患者对氯吡格雷的需求完全可以定义为“ 刚需” 。

然而，忧也藏在这个优里。这么多年，虽然依赖泰嘉的成功，信立泰获得了长足的发展，给股东带来的丰厚的回报。然而，截止目前，信立泰并没有在新药研发上做出什么新的突破，上市之初披露的公司主要产品，除泰嘉外，还有信字辈的信达怡、信力威、信立欣、信希汀、信尔怡等。时至今日，信字辈的这些子弟早已泯然众人了，信立泰依然靠着泰嘉这一只“ 投机品” 为股东创造着投资回报。

随着2012 年5 月，波立维专利保护到期，不仅有了乐普（通过收购新帅克）参与竞争，波立维也放下原研药的身段，通过降低价格来参与竞争。更为关键的是，场外竞争对手对氯吡格雷的丰厚利润垂涎三尺，也正在陆续拍马赶到，目前正在药监局申请氯吡格雷仿制药批文的国内企业就有数十家之多。

现在，乐普药业旗下的氯吡格雷以帅泰为名已经上市销售，石药集团的氯吡格雷已经在美国上市销售，而恒瑞医药等多家企业的氯吡格雷也正处于评审之中。新的竞争对手进入，不仅可能带来药品单价的降低，更可能蚕食现有厂家的市场份额。

如果泰嘉的增长受到威胁，信立泰的成长在哪里？这是市场对信立泰的疑问，也是信立泰维持约20 多倍低市盈率的原因所在——A 股医药行业市盈率的中位数约55 倍。

市场的这个担忧，事实上挺有道理的。也就是说，你家靠着一个法规漏洞，赚了大把金钱。但是，这么多年来，这些金钱没有催生出下一个泰嘉，基本上就是坐吃老本。过去的捡漏不可重复，未来的新品看不见希望，这样的企业当然要担心未来，出价的时候自然是犹犹豫豫的。

新药的研发，本身确实是一件风险极大，失败率极高的事情。老唐在《手把手教你读财报》一书中，这样谈过有关医药企业研发的问题：

“ 对美国制药行业的统计显示，研发一种新药平均需要花费14.9 年、8 亿美元。这当中大部分时间和金钱，都消耗在一个接一个的失败研究上。因而，如果我们关注的企业研发费用比较庞大，背后隐藏的究竟是机会还是风险，需要你真正理解行业、理解企业后才能判断。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

……

保守的投资者，会因为企业研发费用占比比较大，而放弃该公司。因为不断投入巨额研发费用的公司，很可能经营前景不明，风险较高。如依靠专利权保护或者技术领先的企业，一旦专利到期或者新技术替代，公司的竞争优势就会丧失殆尽。为了维持竞争优势，企业需要大量投入资金进行研究开发活动。

投入资金不仅是减少企业净利润的问题，更重要的是，金钱的堆积并不意味着技术的成功。相反，新技术研发，失败概率是大于成功概率的（想想2014 年10 月6 日，因为研发失败，在一个交易日内从超过11 元跌成0.8 元，随后一周跌破0.4 元的美股GTAT ）。

正因为此，风险规避型的投资者，会选择远离研发费用高的企业。然而，新技术一旦成功，又可能带来巨大的回报，所以，这类企业从来都不缺追捧者。这个问题上，老唐不认为投资这类企业是错误的，只是建议喜欢这类企业的朋友，查找和学习“ 凯利公式” 相关书籍，合理管理资金，以应对高波动性和高不确定性。”

然而，事情可能正在发生转机，信立泰正在悄悄地起变化。什么变化？请继续阅读下篇。

投机者信立泰（下）

原创　2017-03-27　　唐朝　　唐书房

事情可能正在发生转机，信立泰正在悄悄地起变化。

首先，一致性评价新政策，可能导致氯吡格雷竞争程度减轻，竞争格局可能从原本预期的群雄混战转化为寡头垄断。

以前，市场担心氯吡格雷陷入群雄混战的局面，从而导致价格战，损害泰嘉的盈利能力。但2015 年8 月及以后，国务院相继出台了有关仿制药质量和疗效一致性评价（以下简称一致性评价）的相关规定，使群雄混战的可能性大大降低了。该政策可能导致信立泰在氯吡格雷生产销售上的竞争优势进一步扩大。

所谓一致性评价，简单的理解，就是要求仿制药在质量和疗效上要和原研药完全一致。它是国家2012 年推出的政策，目的是为了降低医保负担，同时减少国内制药企业的重复性建设，但进展一直很缓慢。2015 年8 月后，文件密集下达，进度明显加快。它如何使信立泰的竞争优势扩大呢？

主要由这么几条规则造成：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

① 一致性评价，导致国家药监局加强了对仿制药临床试验数据的核查，直接造成多家企业撤回对氯吡格雷仿制申报（你懂的… ）；

② 国务院文件规定，“ 国内药品生产企业已在欧盟、美国和日本获准上市的仿制药，可以国外注册申报的相关资料为基础，按照化学药品新注册分类申报药品上市，批准上市后视同通过一致性评价；在中国境内用同一生产线生产上市并在欧盟、美国和日本获准上市的药品，视同通过一致性评价” 。泰嘉已经获得欧盟认证，理论上讲通过一致性评价只是程序问题；

③ 信立泰公司自2013 年起，就启动了泰嘉的一致性评价工作，明显领先于竞争对手。因此，无论是否利用欧盟认证优势，信立泰都可能是首家完成一致性评价的氯吡格雷仿制药企业（预计就在今年年内完成）；

④ 国务院文件规定：“ 自第一家品种通过一致性评价后，三年后不再受理其他药品生产企业相同品种的一致性评价申请，未限时完成的品种不予再注册” ；

⑤ 国务院文件规定：“ 通过一致性评价的药品品种，在医保支付方面予以适当支持，医疗机构应优先采购并在临床中优先选用。同品种药品通过一致性评价的生产企业达到3 家以上的，在药品集中采购等方面不再选用未通过一致性评价的品种。”

以上规则，大大降低了氯吡格雷市场陷入无序竞争的可能性。同时，由于信立泰可能最早通过一致性评价，使泰嘉和原研药波立维在同一竞争层次，这时，泰嘉比波立维价格更低的优势就更加醒目了。而其他价格比泰嘉还低但暂时未通过一致性的竞品，却因为并非同一竞争层次而使价格因素失去比较意义。

毕竟心脏手术属于大型内科手术，用药选择关系到病人的生命安全，因此临床医生在使用该类药物时十分谨慎。临床医生在用药选择上拥有决定权并负有责任，他们会尽量规避药品使用带来的风险，价格不是他们首要关心的问题，他们关心的是药品的疗效和安全性，或者换句话说，在疗效和安全性一致的前提下，价格才能成为临床医生的考虑因素（病人和医保机构关心价格，但在用药选择问题上没有决定权）。

这是2015 年底可以看见的对信立泰的第一个有利因素。

其次，新品开始展露乐观面的进展。公司继泰嘉之后的两个重要新品，也出现了可喜的曙光。

一个是2008 年从解放军总医院和河北元森制药手上买来的比伐卢定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

公司于2010 年取得比伐卢定的生产批文（商品名泰加宁），是国内首家。它是PCI 手术中的一种抗凝剂，用于代替肝素。但直到2015 年前，比伐卢定和肝素究竟孰优孰劣，学术界一直存有争议。加上肝素低价且有医保覆盖，而比伐卢定价格高（数十倍于肝素）且尚未进入医保目录，因而比伐卢定销售量一直没有大的起色。

直到2015 年，学术界观点终于统一，在2016 新版的中国PCI 指南中，比伐卢定超越肝素，从以前的备选药物，升级为PCI 手术首选术中抗凝药物。未来假如能进入医保目录，成长可能会比较可观。

另外一个新品信立坦，通用名阿利沙坦酯，是一种治疗高血压的药物。据说因为毒性更小，降压效果更好，于2013 年10 月获批1.1 类化学新药生产批文（1.1 类的含义，可以简单理解为世界首创）。

1.1 类化学新药的生产批文是非常难获得的，全国一年也就获批几个品种，例如2013~2015 年，1.1 类化学新药生产批文发放数分别为4 个、8 个、3 个（2016 年全国好像没有1.1 类化学新药生产批文）。

阿利沙坦酯是我国自主研发的、国家“ 十二五” 重大新药创制专项支持的创新药物。它是国内抗高血压市场中为数不多的 1.1 类新药，专利保护期到2026 年。

据公司披露，阿利沙坦脂今年正在协议谈判进入医保目录。降压药市场广阔，作为1.1 类新药，顶着更有效、更安全的光环，一旦“ 进入医保目录后，经过3-4 年的推广，产品年销售过10 亿甚至更高，都是可以期待的”—— 董秘杨健锋如是说。

最后，氯吡格雷最可能的竞争对手，其首仿权也可能也会落在信立泰手中。

氯吡格雷这个药，有个缺点，大约会有3%~5% 的白种人和15%~20% 的亚洲人不能有效吸收它的疗效，这种情况被称之为“ 氯吡格雷抵抗” 。而功效和作用与氯吡格雷近似的“ 替格瑞洛” ，目前尚未发现抵抗人群，这样，替格瑞洛的适用人群就大于了氯吡格雷。

虽然现在氯吡格雷暂时以更丰富的临床试验案例数据，更宽的适应症范围和更便宜的价格，比替格瑞洛占据更多优势，但替格瑞洛案例正在积累，研究文献不断公开，其威胁不容小视。

替格瑞洛的中国专利于2019 年5 月到期。2016 年6 月，信立泰首家获取了替格瑞洛的生物等效性试验行政许可，并在2016 年年内按照药品新注册分类进行生物等效性备案、完成生物等效性试验并提交了上市申请。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

依照信立泰在氯吡格雷上的首仿经验，以及首家进行生物等效性实验的优势，替格瑞洛专利到期后，信立泰成为首仿厂家也是大概率事件。

本篇浅印象，老唐基本上没谈财务数据，而更多地是从定性的角度去看待信立泰。之所以如此，一者因为有了前几十家企业浅印象文，我估摸着，一直跟着看下来的朋友，对于财报数据简单分析，不是什么问题了。

例如信立泰2016 年财报，做出资产负债表简表，利润表百分比表，关注毛利率、净利率、销售费用率，以及应收账款的变化和经营现金流净额与净利润的关系，挖掘公司对人寿保险企业、股权基金以及对生物医药和器械的投资，是否与主业相关，是否有显著嫌疑等，都是很初级的内容了；

二者，医药行业，实际上很难用历史数据去分析，它有点类似于风险投资，现有的爆品可能被其他企业的新品碾压，自己研发或仿制成功一款爆品，又可能迅速抹平过去看上去高的难以接受的PE 。而，对竞品会出自谁家，何时出来，竞品压力究竟有多大，自家的研发里有多大概率出爆品…… 等等内容的前瞻性判断，可能才是投资医药股的真正重心。

经过一段时间的学习，老唐觉着自己真心没有这个能力。无论是医学药学知识，还是阅读英文文献，对没读过大学的老唐而言，都是相当困难的任务，或者至少说是性价比不高的任务。ps ：即便有这个能力，个人觉着医药股还是“ 分散持有多只” 较好。

因而，我不打算继续在医药企业中深挖。即便对医药行业感兴趣，也打算转而利用行业指数做配置，仅追求获取行业平均收益。至于通过指数，实际上也间接投资了ZY 股，老唐打算忍受这一瑕疵了。

最后，坦白一下2016 年1 月28 日，老唐寻找深圳打新门票时看上信立泰的原因。说出来简单的可怕，丝毫也不神秘，希望各位看后不要大表对老唐的失望，哈哈：

第一，当时信立泰市值约240 亿，静态市盈率约23 倍。由于上面谈的一致性评价那条原因，让老唐认为未来几年里，信立泰的业绩很难下降（其他几条变化，当时还没发生）；

第二，历史上，信立泰有过几次达到这个市盈率水平后均出现了较大幅度的上升：2012 年8 月，静态市盈率约22 倍，后来在未来9 个月内翻了两倍（从20 元涨到60 元）；2014 年3 月，静态市盈率21 倍，后来在13 个月翻了一倍（从27 元涨到54 元）；2015 年8 月，静态市盈率22 倍，后来在4 个月内涨了约50% ；然后就是老唐下手的这次，静态市盈率23 倍，截止目前14 个月，涨了26% 。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

总体来说，几次触及23 倍市盈率或以下，后面的涨幅的确是越来越小，但基本满足老唐当时的想法：

① 这是一家可以赚真金白银的好企业，净资产收益率从来没有低于20% ；

② 由于一致性评价的因素，泰嘉会比目前好，而不是比目前差，虽然我没有能力判断能好多少；

③ 仅凭泰嘉足以支撑240 亿估值，这算是有保底。其他的新品发展，如果有就算添头，如果没有也无所谓；

④ 结论：可能赚也可能不赚，但有泰嘉保底，亏损的可能性很小，所以，可作为打新门票少量配置。

⑤ 动手。

翻了一下雪球组合“ 老唐实盘” ，买入是在2016 年1 月28 日，纯狗屎运，买到了最低点。然而，正是由于对医药行业的不懂—— 所谓不懂，指无法对企业未来产品研发及销售做出大致靠谱的推测，无法预测和掌握竞品动向，也就仅仅是买入了仓位的1% （后加至约2% ）。以老唐目前的知识水平，暂时不打算增加对信立泰乃至其他医药股的投资。

文末再次强调：老唐对于医药行业知之甚少，对于信立泰研究也不深，本文仅依赖对信立泰财报的阅读及网络公开资料学习而得，可能有不少错漏之处。它仅是老唐个人的“ 浅印象” ，仅作为企业研究思路探讨，切切不可依此做出投资决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20170405 双汇发展

蛰伏者双汇（上）

原创　2017-04-05　　唐朝　　唐书房

老白马双汇又出杀招：公司2016 年净利润44.1 亿，分给股东69.3 亿，全年分红率超过157% 。一时市场哗然，看好者竖起大拇指称赞真金白银回报股东，看淡者撇着嘴角声称吃光喝光前景堪忧。

分歧清晰地表现在股价上。3 月22 日收盘22.58 元，当晚出年报，23 日清晨股价应声跳涨，最大涨幅近5% ，这迹象应是看好者匆匆杀入了。然而市场分歧，终致怀疑彷徨，股价在犹犹豫豫中一路走低，至3 月31 日收盘，股价以22.55 报收。

下注市场反应的短线搏杀，终究是一场游戏一场梦。而对于以“ 股”模式看待股票的企业投资者（什么是股模式，什么是票模式，请参看老唐旧文 《股票的本质》 ），在双汇这家企业上，在这个时间点上，要想清楚的核心问题，老唐认为有且只有两个：

1 ）双汇为何自2013 年开始大比例分红，这种高分红能持续多久？

2 ）双汇自2013 年开始的低增长态势，有无改变可能，何时能看见？

先说老唐的结论：

1 ）2017 年中仍将10 派6 元，2017 年底还将10 派4 或5 元,2018 年中会10 派5 元，其后分红率将大幅下降；

2 ） 双汇将从2018 年4 季度重拾增长，并至少可以持续三年以上。

看结论的，到此可以结束了。对挖掘思路有兴趣的，请往下阅读，略枯燥。

下图是2010 年至今，双汇的分红比例和净利润增速对照图：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



备注：2012 年有大股东资产注入，归属股份公司股东所有的净利润数据有扭曲。之前两年数据经过调整，净利润及增速数据与股票软件F10 数据有差异，请以老唐的为准。

从上图可以很清晰的看到一个简单结论：自2012 年资产注入后，一边是分红率大幅提升，一边是净利润增速明显放缓。这个结论也不难理解，企业扩大再生产的资本都分掉了，增速自然不容易上去了。

但关键问题是：双汇为什么这么干，是管理层看增长无望，索性将利润分掉？还是因为需要分钱，只好承受利润增速降低的结果？换句话说，增速降低究竟是分钱的因，还是分钱的果？

回答这个问题，必须提到万隆，提到万洲国际，提到双汇的国际巨头梦。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

万隆，出生于战火纷飞的1940 年，老爷子是个牛人。建国后的铁道兵，1968 年退伍进入家乡的肉联厂工作，15 年时间奋斗到副厂长。1984 年，国家取消了猪肉的统购统销政策，漯河肉联厂只能自谋生路，而当时企业的情况是资不抵债，频临破产（总资产468 万，负债534 万），破釜沉舟中，搞改制，民主选举厂长，44 岁的万隆登台，开始了人生的辉煌。

33 年过去了，漯河肉联厂变身双汇发展，员工超过5 万人，年营业额518 亿，年净利润45 亿，企业市值750 亿，已经成为中国乃至亚洲最大的肉食供应商。不仅如此，万隆和他的小伙伴们，还通过令人眼花缭乱的资本运作，最终控股“ 万洲国际” 成为了双汇发展的实际控制人，并通过万洲国际收购了美国最大的猪肉食品供应商“ 史密斯肥儿德（Smithfield ）” ，并通过史密斯肥儿德持有欧洲最大的肉制品企业“ 看破肥（campofrio ）” ，一举成为横跨亚欧美三大洲的肉食品巨头，影响着全球数十亿人的一日三餐。

高分红率就要从收购史密斯肥儿德这件事儿说起。话说中国是地球上最大的猪肉生产国，也是最大的猪肉消费国，每年地球上被吃掉的猪，一半以上进了中国人肚皮。而美国是世界第二大猪肉生产国，同时是地球上最大的猪肉出口国。这俩状元榜眼，想不在猪肉上发生一点关系，那简直是不可能的事儿。

长话短说，美帝养猪水平高，国内人少，消费不完；天朝人民养猪规模普遍小而散，不仅质量和食品安全管控上和美帝有差距，对行业趋势预测水平上也远远落后于美帝。结果就是天朝猪肉质量总体比美帝猪肉差，且价格波动很大，以至于宏观经济上产生了“ 猪周期” 这一术语（话说老唐在2009 年4 月还写过一篇不知天高地厚的博客文章，题目就叫《货币政策见猪行事》）。

2011 年央视315 晚会，揭露了双汇打着“ 十八道检验、十八个放心” 的宣传口号，却依然让喂过瘦肉精的毒猪，堂而皇之地通过双汇的屠宰场，送往千家万户的餐桌。

备注：瘦肉精，一种被禁用的β- 兴奋剂。添加于饲料中，不仅长的快，可以少喂饲料、提早宰杀上市，还可以让动物多长瘦肉，少长肥肉。瘦肉精有很危险的副作用，轻则导致心律不整，重则导致心脏病。识别瘦肉精猪最简单的办法，就是不要买皮下肥肉不足1cm 的猪肉。另外由于瘦肉精在内脏中沉淀比较多，尽量少吃动物内脏也可降低遭遇瘦肉精的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

瘦肉精事件让双汇遭受严重的信任危机。万老爷子和他的小伙伴们，一方面投入巨资将双汇原来的抽检程序，改为了头头检（年增加成本据说高达3 亿元），一方面也在寻找更可靠更稳定的猪源。

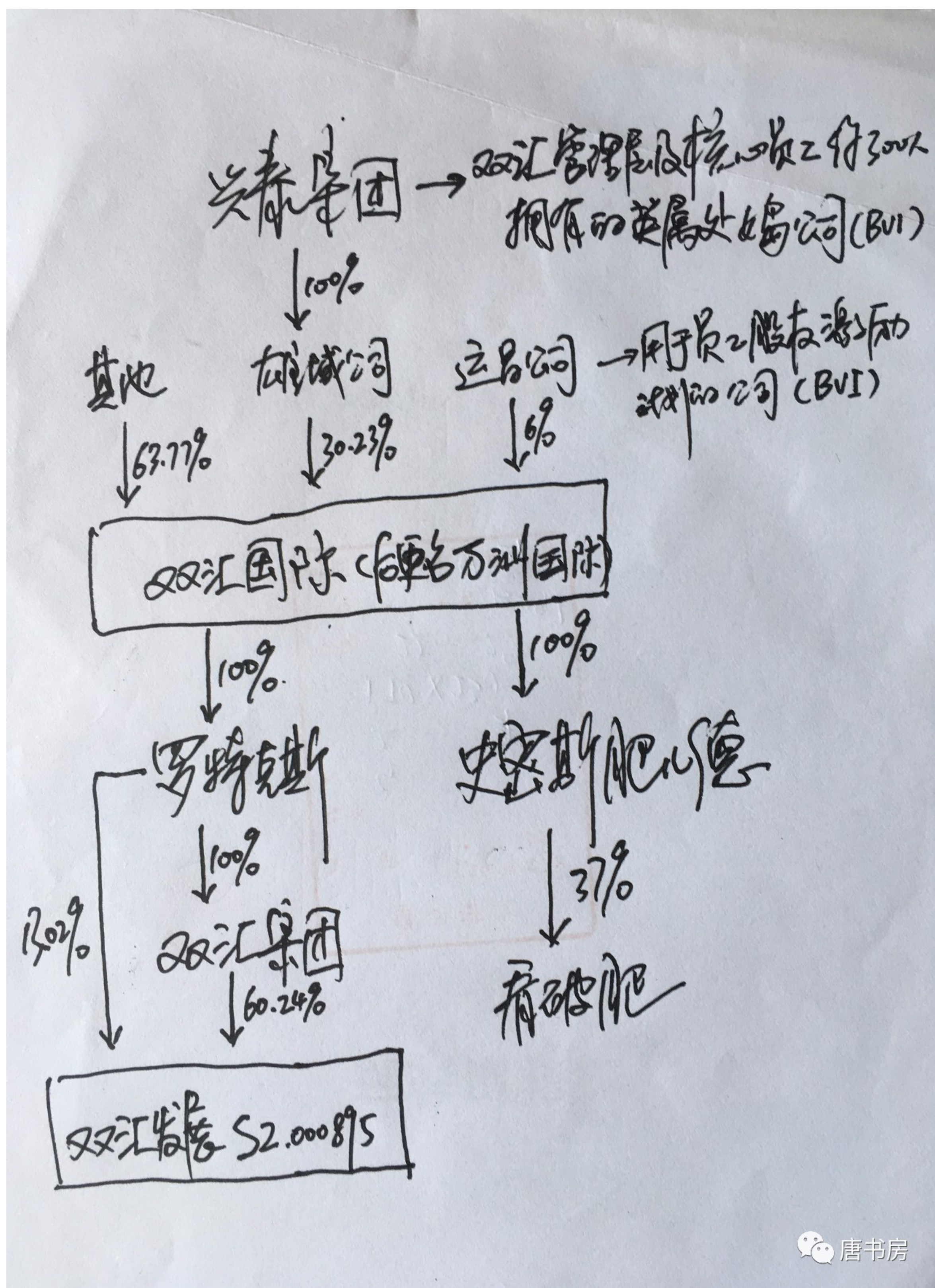
史密斯肥儿德，美国最大的猪肉供应商，不仅拥有更成熟先进的美帝养猪及疾控技术，拥有资本主义腐朽生活方式下更为丰富的食品种类，同时猪肉更便宜、更安全，再加上美帝人民弃之如履，天朝人民甘之若饴的蹄耳心肝肠肺等下水，万老爷子流口水了。

美帝猪肉到底有多便宜呢？数据说话：2016 年中国生猪平均价格9.3 元/ 斤；美帝生猪平均价格0.55 美元/ 斤，加上运费税费等各种费用，美帝猪肉运抵中国，斤成本不超过1 美元。这超过1/3 的差价，由不得万老爷子不流口水。

万老爷子食指一动，花街皮条客们立刻前呼后拥、出谋划策，最终万老爷子和他的小伙伴们按照比前收盘价高出31% 的价格（34 美元/ 股，折合约15 倍静态市盈率），收购了史密斯肥儿德全部股权约1.888 亿股，并承担史密斯肥儿德公司负债24 亿美元，合计付出代价约71 亿美元，将史密斯肥儿德退市，成为万洲国际全资子公司。

买下史密斯肥儿德后，这个庞大的猪肉帝国变成下面的模样（手绘图，字丑，凑合看）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



2013 年5 月29 日，一个横跨亚欧美三个大陆的世界肉食品巨头诞生。巨头的诞生，背后是巨额的融资支持。完成这笔交易后，2013 年底，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

双汇国际负债74.42 亿美元。

为了还债，2014 年，双汇国际更名万洲国际赴香港上市，融资22.84 亿美元，主要用于还债。与此同时，2013 年度双汇发展的分红率提升至82.7% ，现金分红31.91 亿元，按照万洲国际持有双汇发展73.26% 股份计算，万洲国际从双汇发展获得现金23 亿多元（约3.8 亿美元）。

2014 年底，万洲国际财报显示，当年合计归还了债务本金约28 亿美元，负债本金剩余46.39 亿美元，其后续到期时间如截图

本集團於二零一四年十二月三十一日的借款本金總額減少37.7%至4,639百萬美元(二零一三年：7,442百萬美元)。本集團於二零一四年十二月三十一日的借款本金總額的到期情況分析如下：

	總計
於二零一五年	16%
於二零一六年	5%
於二零一七年	17%
於二零一八年	21%
於二零一九年	11%
於二零二零年	-
於二零二一年	9%
於二零二二年	21%
總計	

简单计算可得出下表（按照2015 年美元汇率约6.25 估算，单位亿）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	到期比例	到期美元债	折合人民币
2015	16%	7.4	46.4
2016	5%	2.3	14.5
2017	17%	7.9	49.3
2018	21%	9.7	60.9
2019	11%	5.1	31.9
2020	0%	0.0	0.0
2021	9%	4.2	26.1
2022	21%	9.7	60.9

2015 年需要归还债务46 亿多，资金来源只能是双汇分红、史密斯肥儿德经营以及借新债腾挪。最终2014 年财报双汇推出77.35% 分红率方案，现金分红超过31 亿，万洲国际按比例获取现金近23 亿，解决了需要归还的债务的一半。

2015 年归还了46 亿多债务后（约7.4 亿美元），年底尚欠本金38.96 亿，并通过债务重组或置换（借低息新债还高息旧债），到期情况变成下表：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2015	到期比例	到期数量	折合人民币	到期数量变化
2016	16%	6.2	39.0	24.5
2017	19%	7.4	46.3	-3.0
2018	23%	9.0	56.0	-4.9
2019	9%	3.5	21.9	-10.0
2020	1%	0.4	2.4	2.4
2021	9%	3.5	21.9	-4.2
2022	23%	9.0	56.0	-4.9

注意看，2015 年内，管理层大幅增加了2016 年到期债务，并同步减少了其他年份（主要是2019 年）到期债务。万洲国际需要在2016 年内归还约39 亿人民币的债务，这就是2015 年双汇发展高达97% 分红率方案出台的背后原因。

通过双汇发展2015 年分红（2016 年4 月底实施），万洲国际获得现金约30 亿，解决了2016 年到期债务约39 亿人民币的绝大部分来源。然而，显然万老爷子不太满意这个债务进度，2016 年内万洲国际实际归还债务本金高达10.32 亿美元，折合人民币约71 亿。其中60 亿是在下半年时段里归还的。

这个2016 年主动增加约32 亿债务本金归还的安排，无疑是双汇推出2016 年中分红的原因。年中分红总计29.7 亿现金，万洲国际获得约22 亿，即2016 年内万洲国际实际从双汇发展分红行为中获取现金约52 亿，加上史密斯肥儿德公司现金流，合计归还了71 亿债务及其利息。

接下来，重要部分来了。2016 年底，万洲国际披露的到期债务安排变化为：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2016	到期比例	到期数量	折合人民币	到期数量变化
2017	35%	10.0	69.2	22.9
2018	20%	5.7	39.5	-16.5
2019	1%	0.3	2.0	-19.9
2020	1%	0.3	2.0	-0.5
2021	12%	3.4	23.7	1.8
2022	31%	8.9	61.3	5.3

唐书房

注意，大幅增加了2017 年到期债务，同时大幅减少了随后两年的到期债务。2017 年需要归还债务本金约69 亿人民币，2018 年需要归还的债务本金约40 亿人民币。

目前推出的2016 年双汇发展下半年分红方案，分红现金39.6 亿，万洲国际按比例可以获得约29 亿，距离69 亿现金需求，差距尚高达约40 亿。再考虑史密斯肥儿德过去三年每年提供的还债资金均在三四亿美元左右，由此可以推测：2017 年中期，双汇发展还将继续实施高额分红，必须再给万洲国际提供至少约15 亿现金。

由于截止2016 年底，双汇财报显示可动用的现金及类现金资产仅30 亿（货币+ 银行承兑，再减去货币中的受限资金），分红方案需要付出现金39.6 亿。这是将2017 年1 季度预计获取的现金利润一起考虑在内了。故，2017 年中期分红，与公司财报上剩余多少未分配利润无关，它只能取决于公司二三季度经营利润所获取的资金。根据历史经营数据推测，数量约20 亿左右。

因此，2017 年中期现金分红方案大概率是10 派6 元，总计分红约20 亿元，其中万洲国际获得近15 亿元。加上2016 年分红方案得到的29 亿，共计获得44 亿人民币，剩余25 亿人民币由史密斯肥儿德提供。

2018 年虽然大幅减少了到期债务，但绝对数仍然有近40 亿，故2017 年终分红方案，预计仍然比较丰厚，但受限于现金数量，会远低于2016 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

分红方案，估计会介于10 派4 至10 派5 元之间。这样，2017 年分红累计约33 亿~37 亿之间，分红率从2016 年的157% 降低为80% 以内。

通过2017 年终分红，万洲国际约获得10~12 亿资金，距离2018 年全年到期40 亿债务仍有距离，除史密斯肥儿德筹措资金之外，预计双汇发展2018 年中，仍将提供10 派5 上下的分红方案。

过了2018 年中，双汇发展这头现金奶牛终于可以舒一口气了，可以回头考虑自身发展问题了。以上，就是第一个问题的答案：高分红将持续至2018 年中期，其后三年分红率将大幅降低。双汇发展的再次加速增长，将抬头于2018 年四季度，并至少可以持续至2021 年中。

然而，等双汇腾出资本来投入，就一定有增长空间吗？这就是要回答的第二个关键问题了，请继续阅读下篇。

蛰伏者双汇（下）

原创　2017-04-05　　唐朝　　唐书房

上篇老唐谈了双汇高分红的原因及高分红将持续至何时的问题，下篇来谈增长。

先回顾一下经营数据。双汇发展主要业务就两大块，屠宰卖肉+ 生产销售肉制品。先看屠宰卖肉这部分：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	2012	2013	2014	2015	2016
宰猪（万头）	1142	1331	1501	1239	1235
卖肉（万吨）	115	131	150	117	136
卖肉营收（亿）	154	187	196	244	317
卖肉成本（亿）	138	166	175	227	300
猪肉售价(元/kg)	13.4	14.3	13.1	20.9	23.3
猪肉成本(元/kg)	12.0	12.7	11.7	19.4	22.1
屠宰毛利率（%）	10.54%	11.35%	10.97%	7.31%	5.48%
屠宰毛利（亿）	16.2	21.2	21.5	17.8	17.4
单头毛利（元）	142	159	143	144	[illegible]

从宰猪数量看，基本持平，营收增幅较大，增长了73 亿。双汇2016 年营业收入增长71 亿，全部是屠宰业务带来的。由于这部分的营收增长，是由于生猪及猪肉的价格上涨，公司买贵卖贵造成的，并非我们通常理解的“ 增长” 。所以，将2016 年的营收，视为零增长或者轻微负增长实际上更合理一些。

从上表数据可以直观看出，① 公司的屠宰产能还有富裕，至少连2014 年的1501 万头都没有达到；② 屠宰行业是个苦力生意，杀头猪卖掉，毛利仅140 元左右。考虑到头均人工、水电、折旧和销售费用等，这行业其实就是在比规模，比管理水平，稍有不慎就会陷入亏损局面。

我国屠宰行业，行业进入壁垒较低，且上游生猪来源比较分散，导致屠宰企业数量多，规模小。目前全国有屠宰企业过万家，大部分为小规模企业，年屠宰量超过2 万头的企业不足4000 家。目前出于食品安全、管理便利及经营压力，行业内正处于加速整合的过程中，持证屠宰场数据逐年下降，且下降速度不断上升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

据中国产业经济发展研究网《2016 年中国猪屠宰量、消费量分析及猪价格走势预测》一文数据，2015 年，屠宰行业前四企业（双汇、雨润、金锣、众品）的屠宰量市场份额总计7.59% ，其中行业龙头双汇的收入市场份额仅占2.65% 。参照西方发达国家屠宰行业历史，都曾走过中小屠宰企业被淘汰或兼并的道路。以美国为例，前三大屠宰企业目前占据市场份额超过60% ，最大的企业市场占比高达31% 。从数据对比上说，屠宰市场扩张空间还很广阔。

而曾经双汇最大的竞争对手，有“ 北双汇、南雨润” 之说的南京雨润，也因陷入多元恶化泥潭，2016 年屠宰量仅有双汇的一半左右，营收不到双汇的1/3 ，全年亏损超过23 亿港币。此时，双汇的屠宰业务维持基本的盈亏平衡，增加市场竞争激烈程度，逼迫更多的小屠宰场退出市场，不断扩大自身市场份额，是英明之举，是战略需要，而非竞争所迫。

屠宰业务，不仅是为自身肉制品生产提供可靠原材料，还有另外两个必不可缺的作用，一是为肉制品生产提供近于零成本的猪血、内脏、油脂等下角料；二是屠宰行业免税，可以和肉制品行业（正常缴纳增值税和所得税）之间联合进行一些税务规划（在2016 财报的102 页，公司披露了屠宰业务享受免征所得税的优惠）。

屠宰业的低毛利率和收购农副产品的进项税抵扣政策，也会导致产生大量增值税抵扣项，这也是利润。例如，公司518 亿营业额，假设按照13% 或17% 增值税率，对应增值税应有67~88 亿，加上所得税13 亿，公司2016 年总税负应介于80~101 亿之间。然而，现金流量表中公司年内支付的各项税费之和是40.74 亿，而资产负债表中欠税务局的应交税费不足3 亿。这部分就不细说了，总之，屠宰业对于双汇来说，绝非财报表面数据看上去那么利润微薄，也绝非一块可有可无的业务。

屠宰业务，正常情况下，利润水平会随着猪价波动而波动。在猪价下降周期里，屠宰业务获利会增加，猪价上涨周期里，屠宰业务获利会降低。

下图是2014 年至今全国外三元猪肉价格走势图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



备注：外三元猪，指外来三个品种的杂交猪。品种A 母猪和品种B 公猪杂交，生下的母猪长大后再和品种C 公猪交配，产下的小猪仔就是供养殖的商品猪。目前世界上最普遍的外三元猪是杜长大组合（杜洛克、长白、大约克）。该品种猪具有生长速度快、饲料报酬高、瘦肉率高等特点，适应性好，适合规模化养殖。

从图上可以清楚的看到，自2015 年下半年起，猪周期上涨，并于2016 年上半年达到高峰。2016 年下半年，猪肉价格进入下降趋势，并于今年春节后加速下跌。猪肉价格下滑，有望增加屠宰利润。但双汇也可能采用售价跟着成本降低，继续维持低毛利率抢市场份额的做法，因此，猪周期下行潜在的利润，或许2017 年无法体现在财报数据中，只能说从定性角度看，2017 年，双汇的屠宰业务面对的市场环境会优于2015 和2016 年。至于相关的成长，暂时看作零吧，且可能由于猪价的下滑，带来营收的下滑。

看完屠宰业务，再看肉制品业务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

肉制品是双汇的主要利润来源，分为高温肉制品和低温肉制品两大类。所谓高温肉制品，主要指铁听罐头、铝箔软包装肉制品、火腿肠等；低温肉制品则包括火腿、培根、热狗肠等。低温肉制品因最大限度保持原有营养和固有的风味，在品质上明显优于高温肉制品，是未来发展趋势。

双汇也很早（最早可见2005 年的资料里有）提出了“ 肉类产品由高温向低温转变” 的战略目标。然而该目标进展并不顺利，在2009 年，低温营收/ 高温营收已经超过70% ，然而到了2016 年低温营收/ 高温营收反而后退至60% 左右。

过去五年，双汇肉制品总销量几乎没有获得增长，2012 年肉制品销售总量为155 万吨，2016 年销售总量为161 万吨，五年总计增加不足4% 。肉制品营业收入从2012 年的230 亿，变成2016 年的225 亿，不增反减。

过去五年，双汇的净利润增长，主要来自成本压缩，尤其是肉制品行业的成本压缩。每公斤肉制品的平均成本，从11.5 元降至9.6 元，仅此一项，161 万吨肉制品直接减少成本61 亿。这61 亿，其中25 亿让利给了渠道和消费者，剩余部分成为税收和公司利润。

	2012	2013	2014	2015	2016
肉制品总量(万吨)	155	171	173	158	161
肉制品营收合计（亿）	230	252	251	227	225
肉制品成本合计（亿）	178	189	184	155	155
肉制品公斤成本（元）	11.5	11.1	10.6	9.8	9.6
肉制品公斤售价（元）	14.8	14.7	14.5	14.4	14.0
屠宰毛利（亿）	16.2	21.2	21.5	17.8	17.4
归母净利润（亿）	28.9	386	40.4	42.6	唐书房

看到这些数据，老唐仿佛听见了万老爷子2012 年的训话：为了我们伟大的目标，未来五到八年，我们可能完全没有钱去做市场推广。我们一方面要在保证质量的前提下，通过让利于渠道，让利于消费者，力保市场份额不下滑；另一方面要狠抓成本管理，千方百计省出利润来，支持集团对欧美巨头的收购，完成双汇人的国际第一猪肉佬梦想！（请注意，上述言论为老唐YY ，并非万隆言论）哗—— 鼓掌中……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

那么，成本是怎么省下来的呢？两大因素，一是充分利用屠宰子公司提供自用肉、下角料以及税收规划便利；二是利用收购史密斯肥儿德后的协同效应，猪肉搬砖。依照最近三年才有的披露，前者分别为34.5 亿，33 亿和36.8 亿（财报168 页，分部间交易收入），后者则分别为8.9 亿，17 亿和41.9 亿（财报15 页，与罗特克斯公司的关联交易披露）。

以数据看，后者逐渐磨合妥当，开始放量了。依照中美猪肉差价，这个搬砖行为必将继续存在，且规模还会扩大。依照双汇肉制品成本155 亿计算，刨掉少量辅助材料、调味品等，仅原料肉部分，除内部采购36.8 亿和从美国采购的41.9 亿，尚且还有数十亿的采购。这是自宰和进口可以逐步占领的空间，这个占领的过程，也是继续节省成本、创造利润的过程。

2017 年和2018 年上半年的增长，也就依赖猪周期下行和猪肉搬砖两大块了，不会有太多惊喜的，其主要看点就是高分红了。到2018 年四季度之后，还债压力将大大减小，可以留存利润用于发展了。然而，市场有没有双汇扩大再生产的空间呢？老唐的答案是，有。

通过在地图上划出双汇20 余家子公司的地理分布（名录在财报147 页），可以发现，尚有多地空白，例如陕西、贵州、山西、湖南、福建、海南等省。有部分区域已经设立子公司，但规模还非常小，例如云南、四川、江西等省。

这些区域，商业环境和已经占据的区域差异不大，经营模式可以简单拷贝，现有区域的成功经验和竞争优势可以直接借用。只待公司度过2017 和2018 年上半年高分红期后，无论是增加现有区域的投入，还是增加空白区域占领，业绩都可能重回两位数增长—— 仅以分红率降低为50% 考虑，年留存利润超过20 亿，按照双汇长期保持的20% 以上净资产收益率推算，20 亿资本投入，可至少产生4 亿以上净利润，仅此一项，就可达到近10% 的增长。

以上部分是推理，接下来老唐综述一下个人主观看法：

① 近年来的高分红、低增长是逼不得已，当前是双汇的蛰伏期，到2018 年四季度，就可以期待双汇的重新增长；

② 双汇通过管理能力和企业规模，建立的低毛利率市场环境，构成外部资本无法或无兴趣进入的企业护城河；

③ 肉制品行业增长空间远远没有到头，扩张空间非常大；

④ 产品是刚需，而行业内看不见能构成威胁的竞争对手，雨润已瘫，金锣还小，故双汇几乎找不出变坏的可能，只是不知究竟能变多好的事儿；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

⑤ 未来亚美欧三大洲的协同效应，还有深挖的潜力；

⑥ 在企业战略和产品推陈出新上，尽管近年来不理想，但主观选择信任管理层，毕竟他们沉浸市场数十年，始终和肉打交道，够专注。相信他们能逐步实现“ 屠宰业向鲜销转、向食材转、向调理转、向预制化、定制化转；肉制品业向低温转、向西式转、向中高档转、向食材转、向餐桌转变，实现产销上规模，确保企业的核心竞争优势。” 的战略目标。

⑦ 经查询老唐实盘记录，老唐是2016 年4 月8 日买进双汇的，买入价格是20.24 元。经过10 派12.5 元和10 派9 元后，当前股价在22.55 元，大约浮盈20% 出头。当时买入，主要是因为需要深圳打新门票，而自己比较熟悉的白酒业配置已经很重了，遂选中双汇。选择的理由很简单，主要就是上面第④ 条理由“ 几乎找不出变坏的可能，只是不知究竟会变多好的事儿” ，这天然就是个打新门票条件。今天看法没变；

⑧ 最后说一条隐忧：由于万洲国际同时持有双汇和史密斯肥儿德两家公司，理论上万洲有能力通过猪肉搬砖和对西式新品的引进，自由安排将利润更多的留在美国还是留在中国。出于美元相对于人民币的升值趋势、中国外汇管制的加强，以及万洲持有100% 史密斯肥儿德，却只持有73.26% 双汇发展，老唐阴暗地担心管理层会有意将利润倾斜于美国；

⑨ 万洲国际目前的估值比双汇发展更低，且不受上条担心影响，熟悉港股市场的朋友，如果二选一的话，建议选择万洲。只是港股的信息披露和跟踪，对老唐而言，陌生且有一定难度，老唐就不做如是选了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20170426 老板电器

像老板那样投资（上）

（熬夜赶工至三点，提前推出点杀文，想看看后面能否挤出点儿时间给我家阿茅和小国子）

今天的主题是老板电器。在大家投票选出老板电器后，有好几位朋友发牢骚表示：让大家选，结果必然是热门股，并不是分析的好对象。

确实有这个问题存在，但一者老唐在外旅游，实在没时间自己逐个去翻年报摘要，二者我觉着分享的核心不在于分析哪家公司，得出什么结论，而是讨论的思路，研究的方法，重点在“ 渔” 而不是“ 鱼” 。

从这个角度考虑，其实究竟分析哪家公司并没那么重要。当然，等我下月回家后，我还是打算自己动手，多在冷门的、估值偏低的股票上投入些精力。目前，暂时将就吧！

在谈老板电器之前，老唐要先说说茅台。因为茅台又创历史新高，并摸到了老唐四年前谈到的400 元价格边缘，不少朋友焦急地发信息来问老唐卖没卖？会不会准备卖？卖了买什么？等等。借本文的机会，老唐解释几句。

老唐对茅台的公开“ 鼓吹” 文章，都发表在《证券市场周刊》上。第一次是2013 年12 月6 日的《探秘茅台》；然后是2013 年12 月20 日的《茅台未来三年利润推算》；接着在2014 年3 月28 日的《2014 ，茅台的倒春寒》一文里，老唐首次提出“2014 年-2018 年，公司很大概率将重演2008-2012 年四年的高成长的故事。所不同的是，前一个成长，主要是靠价格驱动。而接下来的成长，将主要靠量的驱动。” 观点。再然后，每年年报、半年报出来，基本上都有拆解文章发在周刊。期间还出了本《手把手教你读财报》，以茅台为A 股典范解读财报。这样一路地看好过来，还好，阿茅也争气，对得起所有的读者（以上文章，均存放于老唐的雪球置顶帖里）。

经营情况说太多了，重复也没啥新意。一句话，茅台酒供不应求、系列酒蒸蒸日上。正如老唐去年4 月1 日在周刊发表的《茅台的供给侧之忧》的题目，现在茅台的主要问题在供给侧，是能不能满足需求的问题，而不是能不能卖掉的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

依然维持“2014~2018 年重演高成长” 的判断，这个高成长到2018 年的判断，是基于基酒产量做出的，考虑到当前股价位置，就不再“ 鼓吹” 了。下面说说我对茅台持股的打算吧，这是很多朋友发信息来希望了解的。

2017 年3 月17 日，逢茅台创新高和国投大涨，询问的朋友多，老唐在等洗车的间隙，匆匆用手机写了个帖子发在雪球，其中关于茅台的部分是这样说的：

茅台乐观情绪已经起来，经营情况比我2012——2014 年之间乐观估计还要好，但此时真心不建议再考虑进入了。四五年前我给雪球上很多朋友的回复是：100--400 间的股价波动跟我无关，100 以下我会继续买，400 以上我会逐步退出，按年考虑10% 上移。这几年有过三次十送一，大致上距离我开始逐步撤退的位置也不远了。

这里纠正一个笔误，“ 三次10 送1” ，应该为“ 两次10 送1” ，2013 年和2014 年有送股，2015 年只分了现金没有送股。这样，目前股价400 元，距离我当初考虑的“400 元，按年考虑10% 上移” 目标，大约就还有10%~20% 的差距，即440~480 元之间，我可能会逐步降低对茅台的持仓。

当时这个400 元怎么来的呢？说透的话，一点都不神秘。2012 年底茅台每股收益近13 元，30 倍市盈率是我认为的合理估值上沿，所以400 元左右就需要考虑减仓了。“ 逐年考虑10% 上移” 又是怎么来的呢？也简单，2013 年时，我认为茅台真实年复合净利润增长不会低于10% ，所以就对应有了“10% 上移” 的考虑。截止目前，我认为四年前这个考虑依然是合适的。

为什么是30 倍市盈率？因为30 倍市盈率代表着3.3% 的年收益率，而这个收益率是存银行就可以获得的。存一个3.3% 利率的存款在工商银行，本息基本确定100% 的概率可以拿到。而投资一家企业的股权，无论我们研究多么彻底，我们都无法得出100% 确定的收益率，甚至不能保证本金的100% 偿还。这个不确定的风险，必须靠股权提供更高的收益率水平（即更低的市盈率）来补偿。

因此，当市盈率超过无风险收益率的倒数时，我会认为一家企业进入合理估值区间上沿，没有额外的便宜占，不再适合重仓持有了。注意，是不再适合“ 重仓” 持有，不是“ 不再适合持有” 。为什么呢？道理也不难，企业收益会“ 成长” ，而银行存款几乎没有“ 成长” 。所以，合理估值的上沿，并不代表高估，只适合把捡二级市场便宜的重仓位降

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

低，而不是清仓卖出。对于茅台，有极大的可能性，我永远也不会“ 清仓” 。

唐书房里，渐渐多了一些不是从雪球过来的朋友，可能是通过朋友圈偶遇好友转发的老唐文章，或是购买了《手把手教你读财报》和《手把手教你读财报2 》扫码关注的。这些朋友对于老唐实盘持有的股票不太了解，后台有很多重复问题，这里公布一下目前老唐的实盘持仓吧！

截止去年底之前的持仓和调仓，可以通过雪球组合“ 老唐实盘” 查看（调仓次数屈指可数，调整比例也很小）。今年由于准备自驾出游，终于把开了12 年的老君威换掉，入手了一部Q5 ，加上新开一个打新帐户带来的仓位变动，卖掉了少量茅台（哭死，卖在340~350 之间），造成实际仓位和雪球上的“ 老唐实盘” 有了些细微差别。今年基本戒了雪球啦，所以，组合没顾上同步调整。

老唐目前的实际持仓状况为：茅台40%+ ；洋河6%+ ；国投28%+ ；港银（约招民各半）16%+ ；信立泰3%- ；双汇2%+ ；广发医药3%- ；腾讯2%+ 。其他观察仓位有四只，宋城、伟星、永新和联美，占比太小，忽略不计。

周四，茅台的市值首次超过了5000 亿，相比其IPO 时市值78.5 亿（新股发行价31.39 元× 发行后总股本2.5 亿股），不计算历年分红，仅市值上涨就超过60 倍—— 可喜的是，仅2016 年现金分红数额将高达85 亿，已经超过了2001 年茅台公司的总市值。

60 倍上涨怎么来的呢？2001 年公司净利润3.28 亿，十五年后，公司净利润167 亿，净利润增长了167/3.28≈51 倍。另外，由于预收款高达175 亿，对应约150 亿营收，其中包含了已经落袋、但暂时没列入利润表的约65 亿净利润。要知道就在2010 年，茅台公司全年总的营业收入也才116 亿（另有预收47 亿），归属股东净利润50 亿。这意味着2016 年底，仅仅是丢在蓄水池里存着的预收部分，就已经接近等于2010 年的茅台了！

假设今天茅台市盈率保持和IPO 时一致，则茅台的市值应该为78.5/3.28×167≈4000 亿，企业增长解释了从78.5 亿到4000 亿的50 倍增值。从4000 亿再涨25% 到达5000 亿，则可能是市盈率的变化，也可能是市场对于“ 预收款隐藏利润（78.5/3.28×230≈5500 亿）” 的部分认识。

15 年，企业经营增长推动50 倍收益，市盈率变化带来25% 收益，这两个数据，你看过后，对“ 炒股” 这件事可有什么感触？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不仅茅台如此，老板电器亦是如此。关于老板的分析，请接着阅读下篇。

像老板那样投资（下）

原创 2017-04-16 唐朝 唐书房

老板电器，上市前1.2 亿股，净资产约4 亿元。ipo 发行4000 万股，占总股本1.6 亿股的25% ，发行价格24 元，融资9.6 亿。2010~2016 年累计现金分红11.2 亿（含2016 年预案），按照二级市场股东持股约25% 的比例计算（因为有少量股权激励，实际持股略少于25% ，可忽略），原控股股东获取现金分红约8.4 亿，ipo 时认购全部新股的股东及后来接手他们股票的二级市场投资者作为一个整体，合计获取分红约2.8 亿。当前市值386 亿，25% 股份价值约96 亿，6 年多回报超10 倍，大牛股。

牛股怎么练成的呢？由于公司是2010 年11 月IPO 的，故2010 年的经营成果，可以视为上市前经营业绩。2010 年净利润为1.34 亿，2016 年净利润为12.07 亿，增长约9 倍，即业绩增长推动了市值38.4 亿（24 元×1.6 亿股）增长至345 亿，当前市值超过345 亿的部分约41 亿，由市盈率的提升带来。即业绩增长推动股东获利9 倍，市盈率变化锦上添花12%（41/345 ）。

9 倍和12% ，你选择挣哪一种钱？关于这方面的思考，可参看唐书房去年10 月的原创文章《 你靠什么在股市生存？ 》

老板电器的企业经营增长，又是怎么来的呢？下表将老板电器上市六年的经营情况分成两个三年来做对比，分析其增长源头。

科目	2010	占营收比	2013	占营收比	2016	占营收比
营业收入	12.3		26.5		58.0	
营业成本	5.6	45.4%	12.1	45.6%	24.7	42.7%
销管费用	5.1	41.5%	10.1	38.0%	19.9	34.4%
营业利润	1.5	12.3%	4.4	16.6%	13.3	[illegible]

公司自2010 年11 月上市，经过了六年发展，营收从12.3 亿增长至58 亿，营业利润自1.5 亿增长至13.3 亿。通过分拆因素，我们能够发现，第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一个三年，增长主要是由规模的扩大和费用的管控两部分完成；第二个三年，则不仅有规模的扩大、费用的管控，同时还有毛利率提升的因素。

第一个三年里，毛利率略有下降，即同样成本的产品，销售价格略有下降（或同样售价的产品，制造成本略有上升）。营收规模增长115% ，以及销管费用占比降低3.5 个百分点，合力造成营业利润从1.5 亿增长至4.4 亿；

第二个三年，不仅规模扩大119% ，销管费用占比继续降低3.6 个百分点，同时，毛利率还提升了2.9 个百分点，三个因素合力使营业利润从4.4 亿增长至13.3 亿。

投资，回顾过去只是手段，展望未来才是目的。顺着前两个三年，我们来模拟一下第三个三年，即2019 年的利润表。按照公司财报21 页规划的发展战略目标中涉及营收增长部分表述：“2. 公司发展战略（ 2017-2019 ）破百亿销售” 、“3 、总体发展目标，未来三年，我们也将继续坚持三个30% 的目标不动摇，既要把握现在实现量的增长，更要着眼未来完成质的提升，实现量质齐升，全力以赴突破百亿销售” 。

所谓三个30% 目标，是公司2012 年年报首次提出、以后年年强调的公司发展目标：未来三年销售收入年复合增长超过30% （该项自2015 年起将销售收入修改为业绩）；吸油烟机市场份额达到30% ；吸油烟机销售额超过主要竞争对手30% （该项从2013 年起，将销售额超30% 修改为销售量超30% ）。

以上三个30% ，除了经修改后的业绩增长达到了，其他目标均未完成。若是不将销售收入目标修改为业绩，则三个目标均未达成。

接下来，我们假设公司未来三年，能够按照预定目标完成百亿销售目标，且毛利率能够继续提升2.9 个百分点，销管费用还能继续降低3.6 个百分点，那么2019 年的营收数据很可能是这样的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

科目	2016	占营收比	2019	占营收比
营业收入	58.0	100.0%	100	100%
营业成本	24.7	42.7%	39.8	39.80%
销管费用	19.9	34.4%	30.8	30.80%
营业利润	13.3	23.0%	29.4	29.[illegible]%

在不考虑营业外收支和财务费用的情况下，假设老板电器2016 年12 月31 日所得税优惠政策到期后，能够继续获取15% 所得税率的优惠政策并保持到2019 年，那么公司2019 年的税后利润就是29.4×85%=25 亿。

假设2019 年，市场能够给这样一个营收过百亿、年营收和净利润增长约25% 的企业20~25 倍市盈率，则届时市值波动范围可能约为500~625 亿。如果计划获取三年翻倍的利润，则可以买入的空间为250~310 亿，当前市值386 亿。

营收达到理想目标、毛利率提升继续如过去三年般优秀、费用继续如过去六年那样有压缩空间，加上所得税率继续享受优惠，所有的利好预期全部达成的情况下，此时买入仍然很难取得年化24% 的收益，你投不投？

反之，如果以上利好预期有一项或多项无法达成，则收益还会继续降低。当然，如果实际经营结果，超越了公司管理层的预期，也有可能获得24% 乃至更高的收益。

这就是最简单的估值和计算思路。最终是否决定买入，就变成了对以上因素的估计。就老唐个人而言，对于以上四项潜在利好的简单判断是：

1 ）2019 年营收超过百亿，概率较大。老板的主营产品是吸油烟机、燃气灶和消毒柜（烟灶消），2016 年三大件分别占营收比例为56% 、28% 、7% 。烟灶消的购买场景，基本集中在房屋装修时。正常入住后的房屋，购买烟灶消三大件的几率非常低。因而，老板电器的增长，无疑与房地产市场（含二手）的销售情况具有极大的相关性。

由于交房和装修的滞后期，2015~2017 年的房地产热销，应该能够推动2017~2019 年的厨房电器的增长。但需要注意的是，刚刚开始的新一轮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

限购，又是2019 年之后公司发展的隐忧。未来房地产市场的究竟会是什么趋势，老唐自认不懂，很难做出判断，因而对于两三年后的老板，同样难以做出判断；

2 ）毛利率提升至60% 以上，难度较大。毛利率的提升，无外乎两个因素，要么同样成本的产品，售价上涨；要么同样售价的产品，成本降低。前者取决于同行竞争，后者取决于上游大宗商品价格波动（公司主要原材料为不锈钢、冷轧板、铜、玻璃等，其中核心是钢材）。

对于同行竞争，老板电器董秘王刚先生两周前这么说：“ 未来市场竞争会越来越激烈，厨电行业目前毛利率这么高，竞争格局相对良性，而且厨电产品技术门槛不高，因此没办法阻挡新参与者进入” 。以老板2016 年的主力产品吸油烟机数据为例，每台制造成本约530 元，出厂均价约1350 元，终端零售均价超过4100 元。在这样的扭曲暴利状况下，资本不断的进入，竞争不断的加剧，几乎是必然现象。

至于上游原材料（主要是钢材）的价格波动，厨电里的巨无霸只是钢材市场的小蝌蚪，完全的小受受—— 价格波动的被动接受者，没有任何掌控能力。这两样因素的合力之下，毛利率持续提升，难度较大；

3 ）费用占比继续压缩，难度很大。厨房电器产品差异较小，属于销售推动型，在竞争中，费用投入一旦控制过低，销售额就会大受影响。这一点，我们可以从公司销售人员数量及现金流量表里支付的其他与经营有关的现金数量（主要是广告费、销售服务费、展台装饰费、宣传促销费等）看出来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年份	销售人数	与经营活动有关的现金	占营收比例
2011	844	4.25亿	28%
2012	1114	5.72亿	29%
2013	1255	6.47亿	24%
2014	1330	8.64亿	24%
2015	1525	12亿	26%
2016	1312	15亿	26[illegible]

唐书房

目前公司通过大力发展线上销售（2016 年线上销售占公司总销售额的30% 左右，前四大客户京东信息、淘宝老板旗舰、淘宝老板分销和京东贸易合计占公司总销量的26% ），减少销售人员数量，意图降低相关费用，但董秘王刚先生也表示：“ 虽然线上毛利高，但是电商平台每年都在上涨扣点，最终毛利率会越来越低。”

同时，由于厨电行业技术门槛并不高，产品同质化相对严重，公司的核心竞争优势首推“ 高端品牌的运营能力” （年报第10 页）。为塑造和维护消费者心目中的高端品牌形象，与持续降低与经营活动有关的各种费用，这两者是有抵触的。因此，老唐个人认为，持续降低销管费用比较困难；

4 ）所得税优惠，这个概率很大，应该可以继续获得。

即便公司能够完成预定目标，也要依赖接盘侠激情（给予更高市盈率倍数估值）才能获得满意收益，这样的投资我不敢做。因而，此时的老板就这样被我排除了。表面上看，是靠财务数字排除的，但归根结底，还是因为“ 不能理解” 造成的。

过去20 年，老唐分别在1998 年、2001 年、2005 年和2008 年换过四次住房。四次装修经验里（今年要搞人生第五次装修了），购买过三次烟灶消三件套（1998 年那次，只买过一个简单的双口煤气灶），三次品牌都不同，购买原因基本是厨柜公司配套推荐、广告里见过的品牌中颜值高的、被卖场销售美眉舌底生花说动的。无论是品牌还是产品特性，均没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在购买中起到过决定作用。除了现在用着的方太套装以外，前两次用的什么品牌，已经完全没有记忆了。

因而，我对老板电器表述的核心竞争力“ 高端品牌的运营能力、全面高效的营销能力、持续创新的研发能力” ，只能认可营销算是一个核心竞争力，其他两项基本就是一个“ 钱” 的问题，有投入下去，就能解决。对于这样一个没什么门槛的行业，何以长期保持高毛利而没有引发更多产业巨头进入参与竞争，老唐百思不得其解。书房里哪位朋友有研究的，还请不吝赐教。

为什么老唐也不认可公司所称的研发能力呢？

首先，看公司的核心管理层：创始人任建华，初中文化；

总经理任富佳，创始人之子，本科学历（没查到是哪所大学的本科）；

副总夏志明，原富士康制造部长，挖来后任生产总监，应该是主管生产的副总；

副总何亚东，43 岁，一直从事营销工作的，应该是主管营销的副总；

财务总监张国富；

董秘王刚，42 岁，地税局稽查员出身。

没了！主管研发的副总呢？研发人员向谁汇报，有关研发的事情由谁决策，哪一个看上去是内行？就凭这个高管名单，就基本看出来研发部门在公司地位偏低，不怎么受重视。

正好，董秘王刚先生在最新的电话会议上这么说：“ 老板的优势在于营销、制造，但是在技术和研发上属于弱势。公司认识到短板，去年（2016 年）下决心改变状况。去年通过高薪（高管年薪的3~4 倍）挖了新的研发总监，带动研发体系的变化，而且内部资源、薪资倾斜研发部门，希望激发创新动力。公司希望研发人员能够大幅增长（2017 年目标增加100 多人），从而减少跟对手间的差距。”

他还说：“ 研发上方太比老板有优势。以前公司更注重营销，技术层面重视不够，因此现在希望能改变，而且行业发展趋势看，以前靠渠道驱动，以后渠道红利会逐渐消失。”

由此可见，公司所谓的研发能力上的核心竞争力，更多的是套话和口号。老板挖人能出的高薪，方太、美的、华帝、西门子、帅康、万家乐、万和、海尔、樱花…… ，哪家给不起？

文末提个疑点：公司的现金持有量不正常的高，而且不是一年如此，是年年如此。下表是公司上市融资以来，每年财务报表上银行存款数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（单位亿）。

	银行存款	利息收入	简单加权利率
2011	10.2	0.24	2.35%
2012	11.1	0.3	2.82%
2013	12.7	0.36	3.02%
2014	16	0.44	3.05%
2015	23.2	0.66	3.36%
2016	34.4	0.79	2.73%

2011 年ipo 净募集资金13.76 亿。此后，公司始终保持高额的货币资金，基本由银行存款构成，不购买理财产品。以利率推算（简单加权指以年初和年尾资金之和的一半来计算平均资金规模），高度疑似存的是三年定期存款。

一家身处中国金融业最发达的区域浙江省杭州市的制造业企业，在没有大额投资需求的情况下，保留大量闲置资金，不进行投资，不购买理财产品，仅仅满足于获取三年定期存款的收益水平，这大概率不正常。

对于制造业企业来说，闲余资金要么投资理财，34 亿多现金，将收益率提高1 个百分点，就可以增加近3000 万税后净利润；要么通过缩短供应商的账期来获取更优原料供应价格，提升企业毛利率。然而，老板都没做。为什么？

实际上茅台也有类似情况，生产经营不需要用到那么多现金，但账上依然保存巨额现金，例如2016 年现金高达668 亿，其中666 亿为银行存款。但茅台的问题好解释，作为一个位于落后省份的、国资委控股的、主要从外省搬运货币回贵州的印钞机，除了回报股东的目标以外，茅台实际上还充当着类似于遵义市中央银行的角色。赚钱回来存进当地银行，相当于对遵义金融机构实施量化宽松，增加当地货币投放量，刺激当地经济发展；反之，分红或者哪怕是改存款为理财，都类似于对遵义经济实施货币

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

紧缩政策，减少当地基础货币，从而引发连锁反应，对当地经济踩刹车—— 这段如果理解有困难，请参看《手把手教你读财报2 》第一课内容。

享受当地的支持，就要承受相关的责任。在这样的政治责任之下，茅台若抽取存款做理财或分红，必须在有序可控状态下实施。或者在当地经济过热，有宏观紧缩需要时，实施单次的、大额的变存款为理财或分红行为（这些属于老唐的个人理解，台面上从无此类解释）。但是，老板电器作为一个经济发达地区的小规模民企，并不需要考虑面对这种情况。那么老板为何配置大量低收益银行存款呢？

以上就是本文标题要表述的核心思想：用老板的思维做投资，将注意力投向企业盈利的质量、持续性和增长可能。选择合适的价格，参股那些具备可理解、可持续竞争优势的企业，不要将希望寄托在接盘侠的乐观和短暂的市盈率波动上面。

靠经营企业发财的老板常见，靠倒卖企业发财的老板万里可有一？你想选择靠企业经营发财，还是想依赖倒卖企业去搏那个万里挑一？老唐真心希望唐书房里的朋友们，通通都能脱离“ 一杯茶一支烟，一个破股看一天” 的“ 炒” 股江湖！

最后，还有一个小疑问，因为已经排除掉公司了，就没再做进一步研究。仅作为一个问题抛给有兴趣的朋友，也顺便向有研究的朋友请教：公司四个季度的销售净利润率差异那么大，是什么原因造成的？有研究过的朋友，烦请拨冗赐教，谢谢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20170501 海康威视

王者海康①

原创 2017-05-01 唐朝 唐书房 唐书房

今年财报季，虽然夹杂着65 天的自驾出游，但老唐还是在书房各位朋友的鼓励下，断断续续地还是看了部分公司财报。在这些阅读经历中，海康威视是唯一一家让我产生了一丝悔意的企业。

后悔没有在2014 至2016 年间覆盖到它；后悔2014 至2016 年把时间用在了写手1 和手2 上，导致精力只够盯着自己原有的几家公司，没有像今年这样去扩大阅读面。

如果有覆盖，虽然300 亿到1000 亿市值，我确信不会跟我发生关系，但千亿之后的部分，老唐或许会壮起鼠胆参与。这是填坑的代价，含泪承受了。

世上没有后悔药，闲话不说了，谈谈老唐花了足足一天时间阅读海康威视历年财报后，对公司的一些简单理解吧！期望市场还会给机会让老唐混进去做个股东。

由于五一大假的酒店三日游，时间较充分，本文写的比较长，超过了1.3 万字。为便于阅读，文章按照内容不同，切成长短不一的四篇。

虽然经验告诉我，一次性推出长文，阅读量不会高。但抱着写给自己、写给同好的心态，还是一次推出了。至于最后一篇的阅读量和第一篇的阅读量能有多大差距，就归你操心，老唐不管了，嚯嚯！

第一篇，做海康简介，算是让完全不知道海康威视业务的朋友（如同几天前的老唐）有个初步轮廓印象。这部分比较短，大约2000 字；

第二篇，谈老唐对海康核心竞争优势的认识。谈了老唐认为的海康具备五大优势：研发领先优势、对行业和本土市场的深度理解、锁定的人才优势、业内最大营销与支持网络优势、全球第一的规模优势。这部分大约3600 字；

第三篇，谈论在超过2000 亿市值，超过300 亿营收的情况下，全球最大的安防企业海康威视，是否还能成长，成长的空间来自哪里？文章谈到了老唐认为的三大潜在增长点。并做出“ 全球最大不会成为海康的成长障碍” 的判断。这一篇比较长，大约4500 字；

第四篇，谈财报数据上的少量疑点、海康可能面临的风险，以及老唐对海康的估值和计划参与价位。这部分约3000 字。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

首先强调两件事：

第一，老唐是科技小白，本文所有理解均来自一天之内的阅读，很可能有大量不自知的错误，请持警惕心阅读，也请内行人士批评指教。同时，本文主要是谈论海康威视公司的企业竞争力和未来发展潜力，不是讨论这个代码现在买进还是卖出。

请初到唐书房的朋友务必注意，老唐对于股价波动从来没有什么预测能力，也不认为这世间有什么人能够预测短期股价波动。不要向4 月19 日《 国投电力速读 》一文末尾提到的、用老板电器和伟星新材两天的涨幅来打脸老唐的蠢货那样，用短期的股价波动来评判对企业长期竞争力的分析。

顺带说一声，4 月19 日那蠢货嘚瑟完毕就遇到老板和伟星的大跌，跟着股价波动出入的，小心镰刀—— 老唐认为，认真地、踏踏实实地，从内心向自己坦白，自己不是神，没有能力抓住股价的短期波动，是在股市长期生存和获利的必要条件。

第二，就老唐的阅读而言，除了略略贵（坦率说，也不是太贵，只是合理估值上沿），基本没找到海康的弱点。但鉴于海康在过去15 个月里，股价已经翻倍，在过去5 个月内升幅也超过50% 了。老唐迫切需要发现一些自己忽略的负面因素，来浇灭自己对它的热情。非常非常希望能听到有关海康的负面东西，先在这里感谢所有能提出负面意见的朋友，或能用事实和数据指出老唐本文里存在的过分乐观。谢谢。

第一小节 海康轮廓

海康威视给自己的定位是“ 以视频为核心的/ 物联网解决方案和数据运营/ 服务提供商” 。这个行业我们各位应该都不陌生，每天出门都可能会面对无数的摄像头：公安的天眼、交警的电子眼、其他机构或个人的监控摄像头。海康的主要业务就是提供这些摄像头，以及摄像头产生的视频数据的储存、传输和分析全套系统。

（图片来自海康年报）

这个业务看上去并不难，什么山寨小厂都能做。不就是一个摄像头，然后插在电脑上，然后利用网络传输嘛！这有何难？是的，简单完成视频记录和视频传输，的确算不上难。但如果将视频记录的要求提高，从“ 看得见” 变成“ 看得清” ，尤其是各种气候条件下都能“ 看得清” ，这样就开始有难度了，这是从前端采集的角度说。

从传输的角度说，对一个摄像头采集视频进行传输，也不难。但同一时间里要将天量的视频文件迅速传输，这个难度就几何级增加了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

紧接着，由于视频不是标准格式文件，机器很难直接认读。而靠人工查阅的话，只能在问题发生后去有目的的查找，为已经发生的事情寻找证据。这样不仅工作量巨大无比，也没有充分利用到天量数据的潜在价值。于是，如何让机器可以智能地阅读视频文件，并按照安防需求进行自动查找，例如美剧里常见的从全城所有的摄像头下，寻找某一张脸、某一款车甚至某形状的包裹在某时间段里的运动轨迹，并进行追踪和图像归集，这个技术难度就再次几何倍数增加了。

这还不是终极的，未来的监控系统，必将因计算能力和传输能力的提升，走向根据某些特征自动甄别危险信号，并调动预防方案的方向去，从“ 看得清” 走向“ 看得懂” 。开个玩笑说，某天你在地铁里突然心跳加速、肌肉收缩，系统可能会分析你是因清凉美女的出现而血脉贲张，还是因为准备实施恐怖活动产生的生理亢奋。

所以，这个行业看上去貌似简单，但要想做“ 大” 做“ 好” ，门槛其实蛮高的。不仅需要技术能力实施看得见、看得清、传得快和看得懂，还得需要客户相信在未来的系统使用期间，你有足够的能力提供技术支持和软硬件升级。

围绕着技术能力和客户信任两种门槛，老唐认为海康具备以下五大核心竞争优势，这五大优势可能构成海康威视不断加深加宽的护城河。

王者海康②

原创 2017-05-01 唐朝 唐书房 唐书房

第二小节 海康的五大竞争优势

优势一：业内最强研发能力。

老唐不懂技术，但可以观测到三点迹象：

其一，海康是从中国电子科技集团第52 研究所整体变更过来的。52 所又名杭州计算机外部设备研究所，1962 年创立于太原，1984 年从太原搬迁到杭州。历史原因，至少在上世纪九十年代以前，相关牛人都在国有研究所里，可以说几乎没有漏网之鱼，海康因此有强大的研究基础和技术沉淀；

其二，2016 年全球安防公司排名，海康名列第一。第二和第三分别为大名鼎鼎的美国霍尼韦尔和德国博世安防（我国的大华股份排第四）；

其三，海康每年的研发投入，国内无人能够匹敌（国外我没数据，只敢说国内无人匹敌）。这个研发投入究竟有多高呢？看公司上市以来每年的研发投入数据。为方便直接感知，我把行业老二大华的研发支出一并放上（单位亿元）：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
海康	2.4	3.4	6.1	9.2	13	17.2	24.3
大华	0.96	1.5	2.4	5	7.8	9.6	14.[illegible]

唐书房

技术这东西，第一是人，第二是钱。海康拥有国内最庞大的研发队伍——2016 年研发人员9366 名，占公司员工总数的46.8% ，投入最大量的研发投入。除了极个别偶然现象外，老唐认为该领域最领先的技术理所当然地会出自海康。而恰恰对于安防系统而言，涉及的技术不是单项，而是一个体系，即便有偶然的某领域被其他公司的某技术天才意外领先，也需要相关配套技术配合才可能实施，这一特点给了海康团队追赶和弥补的空间。

因此，从这个意义上说，几乎可以肯定，现在的技术领先者，在最多的研究人员和最多研究经费支撑下，未来还会是技术领先者，甚至可以说，整体技术领先的幅度会越来越大。

说到这，插一句两周前海康威视电话交流会上，公司董秘对有关技术领先问题的一个傲娇版答复：

研究员问：在数字化和网络化时代，海康的技术比竞争对手领先2 年，在AI （人工智能）时代，我们领先的时间差是多少？

董秘回答说：这个问题很难回答，其实我没有办法判断。首先，没有尺子可以衡量我们现在什么位置，其他公司在什么位置。所以用时间轴来衡量的话，必须等到他们有同样领域产品的时候，我们才知道他们和我们离得多远。因为现在只有海康有这样的产品，我们不好回答您的这个问题。

哈哈，数字化和网络化的时候，领先对手2 年。到现在进入智能化的时代，因为别家都还是空白，我们也不知道究竟领先几年。顺带说一句，海康的研发费用每年都直接作为费用扣除了，没有玩什么资本化，财务政策上是足够保守的。

优势二，对行业和本土市场的深度理解。

视频监控系统，不是标准件。不同的城市、不同的行业，不同的阶段，都可能会有不同的需求。海康自建立以来，一直是安防行业的龙头企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业，期间在公安、交通、司法、文教卫、金融、能源和智能楼宇等行业实践了大量的真实项目。

公司通过深度参与这些项目的建设、维护和升级过程，获得了各个行业或细分市场、细分板块的独特特点，使得公司能够深刻理解用户需求，并在解决方案不断推出、落地和完善的循环中，磨练产品和软件的契合，提升公司的系统集成能力，也使得公司可以快速更新换代，提出更加适合用户需求的解决方案。这种经验能力，是长时间、多维度的积累，并随着用户需求的不断迭代而深入细化，这是无法直接复制也很难获得的。

正是这种对行业和本土市场的深度理解，使得公司在国内营业收入以直接建设项目为主（项目贡献营收约70% ，渠道贡献约30% 营收）。基于同样道理，公司深耕国外市场很多年（上市第一年，国外营收就6 亿元，占总营收的1/6 ），营收从2010 年的6 亿，飙升到2016 年的93.6 亿（占总营收约30% ），却依然是渠道贡献营收80% ，项目创造营收仅占20% 。

这一方面说明伴随着海外的经验积累，高利润率的项目营收占比有很大提升空间，另一方面也说明这种“ 对行业和本土市场的深度理解” ，不是一个可以快速模仿和获得的核心竞争力。

优势三，金手铐锁定人才的体制优势。

无论是技术，还是对市场和行业的理解，最终还是要落实在人身上。没有一个虚幻的“ 公司” 具备这些能力。因而，是否能留住研发及营销、售后等领域的核心人员，重要性一点儿也不低于吸引新的人才。这方面，海康也有自己的独特优势。

海康，是一个典型的技术型公司，你可以从公司高管的履历当中看出来。董事长陈宗年，52 所所长，管理学博士，明显是控股股东国资委派来的行政领导。

副董事长龚虹嘉，著名科技企业家，IDG 评的“ 中国最优秀的天使投资人” ，创办和拥有德生科技、富年科技、富信掌景、海康威视、握奇数据等高科技公司，是2015 年华人富豪榜59 名，世界富豪榜341 名。

这位龚先生，有厚待技术骨干的辉煌经历。在回忆自己创办富年科技的时候，龚先生说：

我觉得对待创业者要慷慨。当初创办富年时，我觉得编解码技术天才王刚不错，想招他入伙。他提出三个条件：第一，不坐班，只在家干活；第二，先给一笔钱，保证下半辈子后顾无忧；第三，只签一年合同。三个条件，没一个能轻松兑现，但我还是答应了。后来，王刚不负众望，为富年立下汗马功劳，将H.264 编码技术做到了世界前沿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在海康威视上同样如此。在海康已经从一个注册资金500 万的初创企业，发展到注册资金高达1.4 亿、年净利润高达3.6 亿时（2007 年），龚虹嘉将自己持有的公司49% 股份里面，按照公司成立自己的“ 若未来企业经营状况良好，在未来的某个时点，本人会参照海康威视的原始投资成本向海康威视经营团队转让 15% 的股权。” ，作价75 万将15% 股份卖给威讯投资—— 这是一个以总经理胡扬忠为核心的49 名公司核心人员的持股平台公司。

不仅如此，龚先生还主动额外地将5% 股份以2520 万的低价转让给另一个持股平台康普公司。康普公司由龚夫人持有80% ，海康公司总经理胡扬忠持有12% ，常务副总邬伟琪持股8% 。这一转让，实际上是以相当于1.4 倍静态市盈率的价格，额外给了胡总和邬副总合计1% 的海康股份——10 年后的今天，这1% 股份价值22.5 亿。

回忆海康威视成立的时候，龚先生谈到这样一段话，虽然跟本主题无关，但挺有趣的，也分享给大家。龚先生说：

我的创业伙伴大多是技术人员，他们没有耀眼的身世，但通常个性偏执，自认为有本事，一旦认为对的事情，就只认死理。在跟这些创业伙伴一起的时候，要充分容忍他们，让他们自己去干。即使有意见不合，也不急于改变，而是通过一些事例，慢慢去影响他们。

记得海康威视成立时，几个创业者脑子里没有股东的概念，觉得股东只要拿点管理费就行了，不应该按照股权分享利润。但我觉得，这样不行。后来，我就隔三差五跑去杭州，给这帮人洗脑。我当时是这么说的：“ 股东就是我们的父母，不能因为年满18 岁可以自食其力了，就不要父母，要养他们一辈子！最后，经过一番苦劝，终于把这些榆木疙瘩说通了。

在基本不管经营的正副董事长之外，以胡扬忠、邬伟琪为核心的管理团队，以技术型人员为主，且长期保持着稳定。上市至今核心人员，除了主管营销、人事、财务和法务的副总及董秘是后来进入的MBA 或会计师、法律专业人员之外，其他几乎清一色的原52 所高级工程师出身。

这些人员，以及后来进入海康并作出贡献的技术营销等各方面核心人员，或通过上市前的持股公司威讯投资、康普投资，或通过2012 年至今实施的股权激励计划，累计有5000 多名高管、中层、基层管理人员及业务骨干获得了公司股权，与公司形成了荣辱与共的格局。

不仅如此，公司还设置了分层的研发体系，以杭州总部为中心，辐射国内北京、上海、重庆、武汉以及加拿大蒙特利尔和美国硅谷的研发中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

心，形成了以海康威视研究院为技术平台、以产品研发中心为产品平台、以系统业务中心为解决方案平台的分工合作研发体系。研究院负责基础性、前瞻性研究，产品研发中心负责嵌入式软件、硬件开发，系统业务中心负责与行业产品结合的平台软件、系统集成软件开发，技术、产品、解决方案平台纵横交叉、相辅相成。这个分层系统，类似我党地下工作的单线联系，保证了即便有任何环节的叛变，也不足以伤害整个体系。

用利益金手铐“ 铐” 住人才，用充足的经费和广阔的舞台吸引人才、用体制设置防止技术泄密。除此之外，公司还给那些不甘寂寞的人才设置了一条新通道，创新业务跟投制度。在这个制度下，海康把自己变成了VC ，核心员工愿意压上自己的财富和精力的项目，只要和公司的核心定位有关联，公司可以做风险投资，让创新获得推动力，也为公司未来成长做好储备。这部分，后面还会聊。

最后两个优势，就是“ 大” 了。

一个“ 大” ，是海康具有业内覆盖面最广的营销体系，公司在中国大陆，拥有35 家分公司和以分公司为基点向下延伸的200 多个业务联络处，形成了业内覆盖最广最深的营销体系，保证公司能够快速响应客户、用户及合作伙伴的需求。 在境外，公司建立了28 个销售公司，形成覆盖全球100 多个国家和地区并不断完善的营销网络，自主品牌产品销往150 多个国家和地区。 对于工程商、经销商和服务外包商等数万家合作伙伴，公司提供面向各个领域的认证培训体系，不断提高合作伙伴的专业能力，更好地服务用户。

另一个“ 大” ，是海康的规模大带来的规模效应。作为全球最大的安防企业，一方面有免费的口碑传播，一方面足够大的销售收入，可以承受相对高的研发及广告推广等费用—— 同样的研发或推广费用，可以由更多的产品和服务分摊成本，可以获得利润率或者价格上的竞争优势。这方面比较简单，基本就是一个强者恒强的逻辑，不再赘述。

王者海康③

原创 2017-05-01 唐朝 唐书房 唐书房

第三小节 海康还能增长吗？

两千多亿市值，三百多亿营收的海康，还有成长空间吗？

老唐的看法是：有，且增长空间巨大。其增长将来自三大部分，其一是需求的增长，其二是技术的升级换代；其三是创新业务的推动。

首先说需求。以老唐的看法，人类对于人身及财产安全的需求几乎是无限的，所受限的仅仅是支付能力。伴随着经济发展越过温饱阶段后，安

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

防行业的增长，几乎可以确定会超过GDP 的平均增速。以2016 年为例，根据中安网数据，2016 年我国安防行业产值5687 亿元，同比增长17% ，远高于GDP 平均增长水平。

这个增长，举个例子，我们都能实际感受到：想想自己出门遇到多少电子眼，从以前的超速、闯红灯抓拍，到今天违规变道抓拍、违规停车抓拍、不系安全带抓拍、开车打手机抓拍，斑马线不礼让行人抓拍…… 说起来都是泪，老唐这次出门已经两个多月的自驾游，也不知道在各省被抓拍多少次，回家后两个驾照24 分，够不够扣呢？

无论从国产警匪片还是美剧里面，相信大家都能感受到一个共同的进步。以前的警匪片，出了案件后，警官都是去走访街区，实地勘察或访问可能的目击证人。今天呢，随便哪里，第一反应就是调监控。监控是最有效、最靠谱的破案证据，节约大量警力，对打击刑事犯罪和恐怖活动而言，已经成了必不可少的工具，而且越来越被依赖。想想看，我们身边的街上和小区里多了多少天眼，是不是有一点《1984 》里大洋国的“Big brother is watching you.” 或者美剧《疑犯追踪》篇首语“You are being watched.” 的感觉？

从国内而言，视频监控是政府维稳和安全的重要基础设施和数据来源，伴随着城镇化的持续推进，以及平安城市、智慧城市的持续建设，安防业务的需求在可见的未来，必将保持持续稳定的增长。

从海外来说，当前世界处于从开放转向保守的重大转折阶段。英国脱欧、特朗普的“ 美国优先” 以及法国总统大选中勒庞的高支持率，都标志着国际政治形势，正逐步从开放转向保守。美墨边境隔离墙、2015 年11 月发生的巴黎恐怖袭击，以及2016 年3 月的布鲁塞尔恐怖袭击，已经让欧洲文明的腹地感受到了恐怖主义那逼人的寒意。

穆斯林难民以及难民引发的各类治安和安全问题，愈演愈烈，已经成为欧美各国政要参选的站队问题。无论对恐怖主义和难民问题持什么立场，向选民保证加强安全防护，已经成了各国政府的政治正确了。在此情况下，欧美各国都有不断增强安防的核心需求，这给整个安防行业带来了巨大的蛋糕。

蛋糕来了，怎么分？国外的市场竞争状态，所知太少，不好谈。但以海康上市以来，海外市场始终保持不低于30% 以上强劲增长的营收数据看，应该不是软柿子，多少会从大蛋糕里切出一块来。这是需求增长带来的增长源之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

至于国内，自2012 年底，住建部发布《国家智慧城市试点暂行管理办法》后，我国正处于由平安城市向智慧城市转变的阶段。数据显示，截至2016 年6 月，我国95% 的副省级城市、76% 的地级城市，总计超过500 座城市，明确提出构建智慧城市的相关方案。其中300 多个城市已经进入按照《国家智慧城市(区、镇) 试点指标体系(试行) 》的要求落实的试点阶段。

所谓智慧城市，是通过综合运用现代科技、整合信息资源、统筹业务应用系统，加强城市规划、建设和管理的新模式。说简单点儿，老唐的理解就是要利用网络连通和管理一切。这当中，视频数据采集，是整个系统的眼睛，信息处理和传递是整个系统的血管，信息筛选和智能处理是整个系统的大脑，应用平台是人和AI 的沟通。这些东西，安防行业驾轻就熟，天然地拥有更强竞争力。

而国内的安防行业，又大体分为四个层次。龙头企业海康和大华可以视为第一层次，营收以百亿计、净利润以十亿。2016 年海康营收、净利分别为319 亿和74 亿，大华营收、净利分别为133 亿和18 亿；

第二层次为英飞拓、银江股份、易华录等，营收以十亿为单位，净利润以亿为单位；第三层次有百余家数亿营收、千万级净利润的企业；最底层的是几千家营收不过亿的中小企业。

伴随着全国一盘棋的智慧城市建设和龙头企业产能扩张，龙头企业必将利用其规模优势、技术优势、互联互通的标准优势以及快速响应的售后支持系统，逐步抢占中小安防企业的市场份额，逐步形成赢家通吃的局面（大华也将是受益者）。这是需求增长带来的增长源之二。

视频监控、传输及处理，不仅可以用于公安、交通领域，同样可以用于楼宇管理、工商业场所管理、金融机构管理、医院学校景区管理等等。按照海康官网的介绍，公司已经能够提供七大类行业，数十种场景的系统方案。这些领域，都是海康过去完全顾不上吃的肉，这也将是需求增长带来的潜在增长源。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



再说技术升级带来的增长。

电子行业里，科技的进步用一日千里来形容，完全不过分。作为个人消费者，回忆一下以前用过的2.5 寸屏手机、586 电脑和56k 宽带，会觉得难以想象，那种东西怎么能用？现在白送+ 每个月倒贴钱给你，你也会说No 用No 用！安防行业也差不多。

行业内大型技术变革，先后经历了模拟向数字的变革，标清向高清的变革，窄带向宽带的变革。简单说，海康过去的增长来自于从“ 看不见” 到“ 看得见” ，从“ 看得见” 到“ 看得清” 。而目前，宽带技术、存储技术、计算能力和人工智能的发展，可以支撑从“ 看得清” 升级为“ 看得懂” 了。未来海康的增长，不仅来自“ 看得清” 需求，更会来自“ 看得懂” 。

看得清，核心是前端高清摄像头以及传输带宽问题，在这个阶段，很多中小企业也可以通过设备采购和带宽租用完成系统建设。然而，到了看得懂阶段，对技术的要求就要高的多了，参与竞争的门槛将显著提升。

所谓看得懂，是系统不仅能够采集和传输天量视频数据，同时还能利用人工智能对数据进行处理。而不是像看得清阶段，天量的、数以千年计的视频数据流，只是静静地躺在硬盘或者云上，等待人工调用。你没有调用到的数据，就是永远沉寂的无效死数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在看得懂阶段，人工智能的参与，使视频监控不仅成为记录影像资料的工具，同时还成为主动对事件进行干预的管理者。让整个系统从以前的“ 事后备查” 阶段，跃升为“ 事前预防” 和“ 事中预警” 阶段，这不仅是安防管理的升级，同时也会催生更多的应用场景。

2016 年，公司发布了“ 深眸” 摄像机、“ 超脑” NVR 、“ 脸谱” 人脸分析服务器等人工智能（AI ）产品，初步形成市场覆盖，并获得市场认可。要知道同类AI 产品，同行还没有，所以董秘“ 不知道自己领先几年” 。

公司财报的致股东部分，谦虚地说到：

在幸运地抓住视频监控数字化、网络化的机遇之后，公司将会再次幸运，抓住视频监控智能化——AI 机遇期。公司对未来几年安防行业的智能化发展充满期待，也对 AI 技术推动人类文明的发展充满期待。

—— 老唐也对从“ 看得清” 向“ 看得懂” 升级过程中，海康的再次“ 幸运” 充满期待。子曾经曰过：幸运，是强者的谦辞，是弱者的借口。

顺带说一句，安防设备大部分安装于室外，日晒雨淋的，且处于长时间持续运行状态下，一般寿命也就三五年。当需要更换和升级的时候，不差钱的政府或公共安全机构，会继续换过时产品吗？—— 会。QS 书记盯得不严的时候，完全能够无视体制内使用者抗议的时候，采购者就有可能偏不买iphon7 ，vivo9 ，就要采购个小米1 给大家用。只是，目前的政治环境，敢这么做，恐怕需要点儿无知无畏才行。

最后说说公司创新业务带来的增长。

2016 年是公司《核心员工跟投创新业务管理办法》落地实施的第一年，公司财报也首次披露了创新业务的经营数据。老唐翻了一下这个跟投办法，核心内容有这么几项：

1. 跟投办法出台目的： ① 建立创新平台，激发核心员工创业精神和创新动力；② 体现共创、共担和共享的价值观，建立良好、均衡的价值分配体系；③ 充分调动核心员工的积极性，支持公司战略实现和长期可持续发展。

2. 什么是创新业务？简单说，就是① 公司想投的、但确定性比较低的项目；② 公司已经投了，一直在亏损的项目；③ 员工想搞的，公司觉得可能会跟公司业务发生关联的项目。

3. 跟投的方法也分两种，一种是强制跟投的A 计划，由公司及全资子公司、创新业务子公司的中高层管理人员和核心骨干员工组成，强制跟投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

各类创新业务，确保海康威视核心员工与公司创新业务牢牢绑定，形成共创、共担的业务平台；

4. 一种是自愿跟投的B 计划，由创新业务子公司核心员工且是全职员工组成，参与跟投某一特定创新业务，旨在进一步激发创新业务子公司员工的创造性和拼搏精神，建立符合高新技术企业行业惯例的高风险和高回报的人才吸引、人才管理模式。

5. 约束。跟投分现金出资和股权授予。无论哪种，跟投之后至少要在公司工作五年，且不允许私下转让跟投股权。员工可以通过业绩分红、公司回购或者上市退出等几种渠道变现。

总体来看，这个体制设计，一方面和股权激励一样，是留住核心员工的金手铐，另一方面也是激发员工创造力的手段。目前，创新业务规模尚小，但对于主要依赖个人创造力的科技企业而言，投少少钱诱惑聪明大脑为之转动，无疑是个聪明之举，或许未来这里面蹦出大牛也说不定的，谁知道呢！况且，就是全盘失败也没几个钱，这种风险有限，潜力无限的设计，我喜欢。

截止年报披露日，创新业务主要包括萤石网络、海康机器人、海康汽车技术和海康微影四块，合计创造营收约6.5 亿，毛利润有2.5 亿，整体处于亏损状态。

其中萤石网络基于互联网视频服务于智能家居。截止2016 年底， 萤石云平台已经拥有千万级用户，在全国超过500 个城市发展了一千多家萤石020 店。据董秘说，2017 年萤石网络可以实现盈亏平衡。

海康机器人方面，公司以移动机器人为载体，依托成熟的应用技术，推出了智能搬运机器人、智能分拣机器人和智能泊车机器人。其中，智能泊车机器人在2016 年11 月第三届世界互联网大会亮相乌镇，成为全球首例真正落地的机器人智能停车应用案例。大体能提高同样面积停车场20%~40% 的停车能力。但据董秘说，由于成本的原因，智能泊车机器人暂时还没有找到盈利模式。

而智能搬运和智能分拣机器人（据董秘说，一台机器人也就是一名工人一年的工资支出的价格），已经有六七百个机器人，运用在公司建于桐庐的自用生产示范基地内，未来很可能在快递行业首先打开局面—— 浙江桐庐是“ 中国快递之乡” ，县内大小快递企业超过2.5 万家，包括“ 三通一达” （圆通、申通、中通、韵达）在内。来自桐庐的快递企业，经营着全国快递业务的60% 业务量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

汽车电子业务方面，公司在2016 年中成立海康汽车技术，并在10 月的北京安防展首次向市场展示了汽车电子业务，产品包括行车记录仪、智能后视镜、车载监控像机及相关配件。

海康微影，是基于公司对行业上下游业务的战略部署和长期发展考虑，布局于非智能红外传感器—— 高度怀疑公司年报25 页写“ 非制冷红外传感器” 是个拼音输入法造成的别字。如果老唐的怀疑成立，满天飞的各种券商正式报告和非正式民间研报，通通传抄“ 非制冷” 就真成了“ 非制冷笑话” 。上班时间，谁有空打个电话问问证代呢，看海康微影究竟搞的是“ 非智能红外线传感器” ，还是“ 非制冷红外线传感器” ？

另外，公司还将固态硬盘存储技术作为创新业务。这个也好理解，海康给客户建立安防系统，永远离不开数据存储。这些用于数据存储的硬盘目前是外部采购，体现在财报上应该就是那个营收高达47.6 亿、毛利率却仅有16.64% ，拉低公司整体毛利率的“ 其他业务” 。这么大量的采购，如果自己能够攻克技术完成生产，也不失为一块大肉。

以上创新业务，可以视为海康搭头。如果发展的好，可能给海康拓展出新的增长空间，如果发展不好，对海康也不造成什么影响。

王者海康④

原创 2017-05-01 唐朝 唐书房 唐书房

第四小节 财务数据及风险分析

海康上市以来的发展，只能说给股东一次又一次地带来惊喜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入	36.1	52.3	72.1	107.5	172.3	252.7	319.2
营收同比	69.6%	44.9%	37.9%	49.1%	60.3%	46.7%	26.3%
净利润	10.5	14.8	21.1	30.7	46.7	58.7	74.2
净利同比	49.1%	41.0%	42.6%	45.5%	52.1%	25.7%	26.4%
ROE	27.4%	24.0%	27.7%	30.9%	36.3%	35.3%	34.5%
现金分红	3.0	4.0	6.0	10.0	16.3	28.5	36. 唐书房

2010 年上市发行5000 万股，每股发行价68 元，发行市盈率49 倍，融资34 亿，发行后总股本5 亿股。7 年间合计现金分红约105 亿（含税），10% 股份获得10.5 亿。同时利用利润转增送股，股本扩大12 倍，上市之初的5000 万股，已经成为了6 亿股出头。这6 亿股，当前市值210 亿以上。

在市盈率从49 倍降低为29 倍的过程中，投资者整体依然获得7 年约6.6 倍（220/34 ）的回报，年化回报率超过30% 。企业净资产从2010 年的56 亿，增长到2016 年底的245 亿的过程中，净资产收益率维持了稳定上升态势，从27.4% 增长到了34.5% 。

公司客户主要是实力强劲的政府机构，回款基本有保障，利润含金量较好。应收账款虽然高达112 亿（应收票据几乎全是银行承兑汇票，可视为略享受折扣的现金），但超过85% 为一年期限内的，对应约30% 以内营收，与公司商业模式和业务流程基本吻合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

从应收和应付对应看，在整个经营活动中，别人欠公司约120 亿（应收、预付、其他应收），公司也欠别人约120 亿（应付账款、应付票据、应付薪酬、应交税费、预收、其他流动负债），总体平衡。在产业链上，公司通过占用上游资金，支付下游客户占用产品的成本和公司应获的大部利润，基本属于产业链上的相对强势者。

整份财报，老唐只有两点担心，准确的说是一点不理解和一点不知道。

不理解的是，公司在保有超过200 亿类现金资产的情况下—— 货币136 亿、应收票据28 、其他流动资产41 （主要是38 亿银行保本理财产品），为什么还要产生有息借款约47 亿（主要是长期借款和应付债券两项），甚至在2017 年1 季度还增加了超过25 亿的短期借款和约1 亿的长期借款？

对于长期负债里的利率为1.2%~3.5% 的低息英镑债务（折合0.16 亿人民币），以及1.25% 利率的应付债券4 亿欧元（折合29.5 亿人民币），都容易理解，但15 亿人民币的保证贷款，利率是多少呢，比银行存款利率还低吗？

如果借款利率高于银行存款利率，公司为何在保有90 亿人民币存款、近40 亿外币存款及38 亿理财产品的情况下，去借15 亿的人民币贷款呢？如果不借这笔15 亿，75 亿人民币存款、近40 亿外币存款和38 亿理财产品，不足以维持公司日常运转和年度红利分配（需现金约37 亿）吗？

2017 年1 季度，公司还增加了25 亿短期贷款，财报注释为：临时资金周转增加银行借款。借25 亿的后果，就是使货币资金增加了25 亿。这个借款意义何在呢，公司出于什么考虑？

一点不知道，是公司2016 年财报111 页披露的享受15% 所得税率的高新技术企业资格，有效期截止到2016 年底。是否续期成功了？如此能够直接影响公司净利润波动的重大信息，没有看见披露。但2017 年1 季度利润表采用的是15% 的所得税税率，似乎意味着高新技术企业资格已经延续认定了？—— 实际上，根据老唐主观推测，海康被认定为高新技术企业应该只是程序和时间问题，不会有什么大障碍。

另外，同在111 页披露的2015 公司享受的10% 所得税率优惠，2016 年是否继续享受，现在有消息了吗？

税率政策，对海康挺重要的。海康威视的利润主要集中在股份公司本部。本部2016 年营收172 亿，不计算投资收益，利润总额有79.5 亿。而合并报表营收319 亿，利润总额仅83 亿，意味着全部子公司合计产生的税

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前利润仅3.5 亿。这是海康主动的税务策划，利用本部享受15% 乃至10% 的低税率，将利润的大部留在本部，让较高税率的子公司少产生甚至不产生利润。

由此，本部如果不能享受所得税优惠税率，可能对海康产生10 亿元上下的净利润伤害。同样，增值税优惠政策如果有变化，对海康也将产生很大影响。目前公司享受软件产品销售，先按17% 税率缴纳增值税，实际税负超过3% 的部分，由政府审核后退回的政策。这也是每年大额营业外收入的主要构成部分，例如2016 年，增值税退税13.2 亿，直接带来超过11 亿的税后净利润，占税后净利润的15% 左右。所以，关注海康，必须要关注政府所得税及增值税优惠方面的政策变动。

烦请哪位朋友，上班时间有空的话，致电公司问问这个“ 不理解” 和“ 不知道” ，对了，还有前面那个“ 非制冷” 。问过来书房反馈一声，谢谢。

至于公司财报及券商研报官样文章谈到的技术更新换代风险、产品安全风险、汇率风险、管理风险的概念等，在老唐眼里，算不上什么真正风险，就不谈了。有兴趣的朋友，直接看财报原文。

最后聊聊股东方面的趣事。

先说龚虹嘉这个二股东，这人在海康上的投资，堪称传奇。2001 年，一共投资了245 万元人民币，其后没有再追加过资金投入。经过不断减持，已经累计收回现金超过60 亿（没有跟踪过具体卖出价格，根据减持当年股价范围估算的，大致上应该差不多），目前还直接间接持有海康威视17.98% 的股份，以当前市值计算，价值超过400 亿。投资245 万，16 年变460 亿，这个年化回报率是多少？老唐数学不好，算不出来了。

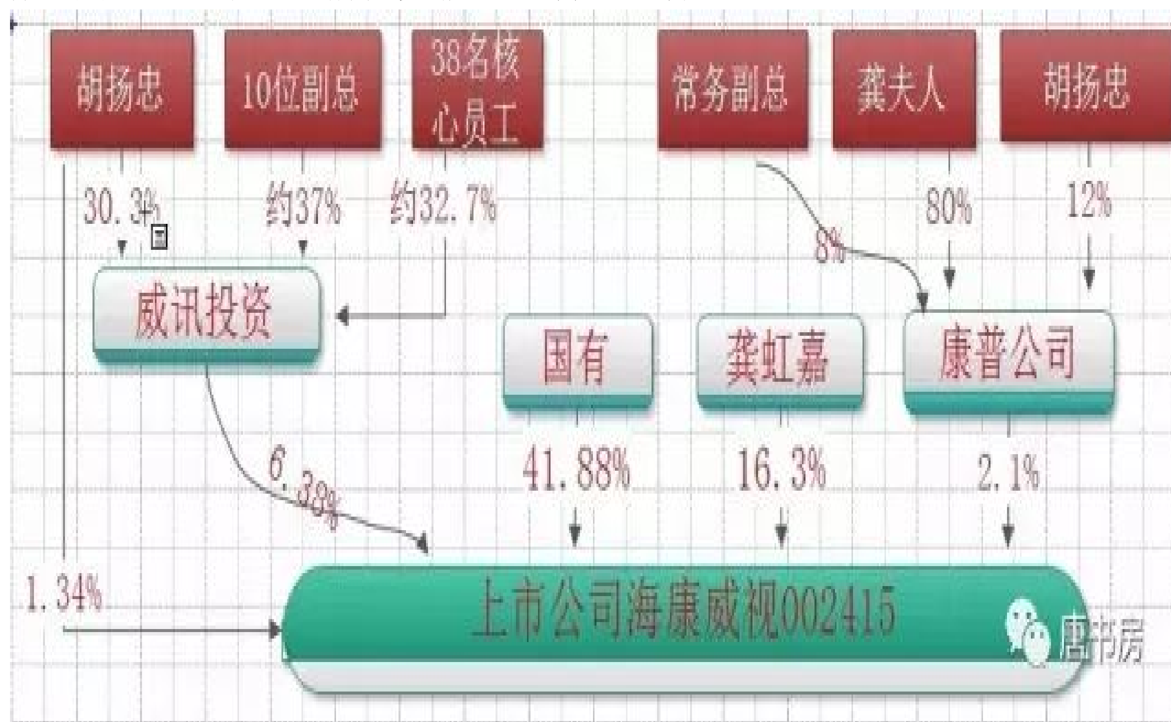
就这，其实龚先生减持的位置，一点儿也不神。除了2014 年没卖股票以外，其他年份年年都有减持，感觉是不看价格，只要需用钱就卖股票的节奏。其较大量的减持发生在2012 年，2013 年和2016 年。即便我们先忽略今年减持价位是高还是低的疑问，回看2012 年和2013 年，在市值400~1000 亿之间卖出的，无疑是卖在山脚了。当然，作为一名风险投资人，龚先生有能力寻找到更多的初创期企业，就算这边便宜卖了，或许还有那边变态便宜的投入呢！

除了龚虹嘉先生不断卖出，管理层持有的威讯投资、康普投资以及上市前入股的东方集团，基本上也是从上市就开始陆陆续续减持，没停过。除了今年之外的年份，现在看都是典型的底部割肉。结果，2016 年，公司总经理胡扬忠先生又在23 元上下陆续买回了8100 多万股，耗资近20 亿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

就他个人而言，纯属“ 低抛高吸” （向刘主席举报，哈哈），买进价格比2015 年之前所有的卖出价格都高。

目前，管理层个人持股及持股平台持股加总，公司核心管理层合计大约有超过185 亿市值的资产，和他们所服务的海康公司捆绑在一起，大体结构如下图。和洋河的情况类似，我喜欢这样的企业。



图简陋，凑合看，反正比老唐手绘的清楚。这破图花了半个多小时，纯属张飞绣花

套用巴神反复强调过的投资秘籍：我们喜欢的生意必须具有长久的竞争优势，由有才干并能以股东利益为导向的经理人所管理。当这些条件全部具备时，如果再能以一个合理的价格买进，那么出错的机会是很小的—— 假传万卷书，真传一句话。老唐觉着，就投资理念而言，这一句话已经解决了。

现在，老唐个人认为，海康威视就是一家具有长久竞争优势、由有才干并能以股东利益为导向的经理人所管理的企业。当前，就缺一个合理的价格了。

看一下股东列表，聪明人实在太多（这日子没法过了！倒地打滚中…… ），股东里面，除了国资、龚虹嘉以及49 名核心管理层直接或间接的持股以外，境外机构有大名鼎鼎的瑞银、摩根大通、新加坡政府投资公司，境内机构有中央汇金、中信证券、东方集团。刨掉这些大脑袋，截

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

止2016 年底，有股东9.47 万名，人均持有约1.7 万股，人均市值约60 万元。截止1 季度末，股东7.28 万户，人均持有约2.2 万股，人均市值80 万元。人均市值80 万元，里面恐怕藏着不少脑门油亮的财富收集器呢！

目前市盈率已经30 倍了，如老唐之前文章说过的，这是我心中合理估值的上限。此价位入伙，只能获取相当于或者略低于企业未来增长的回报，无法从市场参与者手中捡到便宜。在我初步的理解中，海康很类似茅台，未来的业务和增长均具备一定的确定性，老唐个人愿意稍微放宽一点标准，在税务政策不发生不利变化的前提下，愿意以三年后20 倍市盈率卖出能有100% 收益的考虑着手（通常我以三年后15 倍市盈率卖出考虑。注意，是这么考虑入手价，不是我三年后就会以这个价格卖出），2017 年内可以接受1600~1800 亿市值之间的买入。相对于当前股价，期盼市场先生能癫狂一下，给老唐来个2 成以上的下跌。

啥也不说了，明天早上含泪买点观察仓先—— 高风险动作，请勿模仿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20170605 长安汽车财报浅印象

长安汽车（上）

非常开心这次大家投票选出的是长安汽车。说开心，倒不是说这家企业多好，或者现在多么值得买，而是老唐发现，此时此刻这家企业身上聚集了不少投资理论的难题，完全可以成为一份理念梳理的标准案例。通过对它的思考，可能比阅读很多本投资书籍，收获更大。

虽然自己开车已经17 年了，但老唐依然算是一名不懂车的傻瓜使用者，属于按时按里程到4s 店保养维修的那种车商提款机。17 年来从来没有遇到过车坏在路上的事儿，也从没有研究过任何车辆机械知识。

虽然知道中国汽车行业发展比较快，但自己一直没怎么关注过汽车行业。原因挺多，既有巴菲特“ 不投轮子上的企业” 之说带来的偏见，也有对需要不断升级更新技术和生产设备企业的担忧，更有对依赖高额关税保护才能生存的恐惧，再加上美国汽车三巨头之二通用和克莱斯勒先后破产带来的阴影，多种原因，使我一直对这个行业存在着敬畏之心。

当然，主要还是自己不懂这个行业。不懂的关键点，在于不能理解消费者究竟如何选择汽车，不懂汽车这个产品的核心竞争力究竟体现在哪里。以我私人三次购车经历看，先后购买过菲亚特派力奥、别克君威、奥迪Q5 ，但买车的基本依据就是在自己计划支付的价格区间里，选市场销量大+ 外型讨我家领导喜欢的车，仅此而已。

即没有品牌忠诚度因素—— 相反，会优先尝试其它品牌；也没有渠道影响力因素—— 车是大件，不在乎多跑几十公里路去另一个区的4s 店；更没有技术优劣对比因素—— 完全不懂。我实在发现不了汽车企业的护城河究竟在哪里（或许是贸易保护下的生产许可证）？但既然大家点杀了，老唐就以一个纯外行的角度来看看，是强迫自己补课，也算是给大家展示外行如何学习和观察一个新行业吧！或许多少也算有点用。

虽然抱着这个出发点，但翻看长安汽车财报几分钟之后，老唐就理解了它为什么会成为点杀榜头名，为什么会有这么多朋友关心它。因为，摆在大家面前的是：

① 过百亿的净利润，对应不足700 亿的总市值，如果以长安B 的股价计算的话，仅有约430 亿市值，看上去便宜的离谱，甚至连银行股估值水平也不如；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

② 向大股东定向增发1.4 亿股的价格是14.31 元（20 亿真金白银哦）；向管理层和核心员工做的股权激励，价格是14.12 元。5 月份A 股价格在13.5~14.25 之间波动，是不是可以抄大股东和内部人的底？

③ 以B 股和A 股股价分别计算，当前市盈率约4~7 倍间。以2016 年分红方案10 派6.42 计算，股息率约7% 或4.5% 。这对于一个净资产收益率数年间保持在25% 以上，过去五年净利润从14 亿增长为过百亿的“ 高成长” 公司而言，似乎低估的变态！

然而，市场并不给面子，“ 好” 东西遭到了唾弃，股价跌跌不休。长安汽车A 股2015 年4 月创下历史高点后，至今两年多的月k 线截图如下：



至于号称更便宜的长安B ，情况更凄惨，周五收盘10.23 港币，折合人民币不到9 元，只有A 股股价的约六成。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



此时，如果对企业没有足够深入的研究，对研究结果没有相当的信心，难免会在心中嘀咕：这跌跌不休的，究竟是市场有眼无珠、一错再错？还是我自己漏看了什么？

好，我们先来理一理公司现状，然后来讨论上面那些难题。

先看股权结构。长安汽车是全国四大汽车集团之末，2016 年销售车辆306 万辆（含合资），相对于全国汽车销量2800 多万辆而言，市场份额约10.9% 。公司股权结构简单，总股本48.03 亿股，其中约39 亿A 股，9 亿B 股。国有长安集团直接间接持有41.82% ，为控股股东，其他为公众股东。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不过需要注意的是控股股东旗下公司较多，且多与上市公司有关联交易，2016 年发生的关联交易额约200 亿元，且交易价格基本属于协议定价，这其中涉及到庞大而专业的产品及服务交易，期间是否有利润腾挪，很难估算—— 注意，老唐并没有说其中有猫腻，而是说难以判断是否有。

再看资产，上市公司名下资产，可以简单分为三大板块来看：① 自主品牌；② 长安福特；③ 其他合营参股企业。这三大板块在2016 年里，分别给公司创造了6.5 亿、90.3 亿、6 亿净利润，下面我们分别看。

① 自主品牌部分，2016 年完成销售收入785 亿，制造成本645 亿，毛利140 亿，毛利率不到18% 。销售和管理费用合计104 亿（53+51 ，该项费用的大幅增长，导致当年经营现金流净额锐降），还剩36 亿，正好交了生产经营中的汽车消费税及城建和教育附加费合计36 亿，没了，对股东而言，回报率＝0 。别急，还没完。计提坏账损失、存货跌价准备，固定资产和无形资产减值损失合计4.7 亿后，营业利润为-4.7 亿。另外，当年投入32 亿研发费用，其中有9.5 亿没有作为费用扣除（不违规），若全部费用化进行保守处理，则账面营业利润会成为-14 亿。

还好，公司账上现金存银行，产生了4 亿利息收入，去掉借款及承兑汇票的利息支出，公司净得3 亿净利息收入。加上政府以各种名目给了10 亿财政补贴，其中8.6 亿计入了本期利润。这十多亿，去掉营业外支出，抵消了-4.7 亿的营业利润后，产生了7.3 亿的税前利润，交了所得税后，剩下6.5 亿净利润。这就是2016 年公司自己生产和销售了约140 万辆车的经营结果。这140 万辆车主要包括长安逸动系列、悦翔系列、欧诺、欧尚、CS 系列以及少量非家用车辆。

看着有点丧气吧？很不幸，不仅2016 年如此，过去几年，中国汽车市场一片大好之际，长安的自主品牌这块，基本上一直处于增收不增利，徘徊在盈亏边缘的境况。2012~2016 年五年间，即便算上政府补贴，自主部分的净利润也只有-4.5 、-10.4 、-5.8 、4.3 、6.5 亿，如果刨开政府补贴，则没有一年盈利（营业外收支净额分别为4 、1.9 、3.6 、4.3 、9 亿）。

考虑到中国汽车市场的高速增长，考虑到我国用高昂关税将海外汽车挡在竞争门槛之外，这样的经营结果确实令人沮丧。但别急，精彩的东西马上登场。

长安汽车真正的财富是持有长安福特汽车公司50% 的股权。这是长安汽车和美国福特的合资公司。虽然占50% 股权，但由于协议约定，长安不能左右长安福特的经营决策—— 简单说就是虽然中外双方股权比例一半一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

半，但企业经营由福特掌控，长安只管分钱。所以，长安福特的营业收入和各项费用均不合并入长安汽车财务报表里，而只是将每年长安福特净利润的50% ，计入长安汽车利润表的“ 投资收益” 项目下。

这部分股权，在长安汽车资产负债表中按多少钱计入资产呢？56 亿。2016 年长安福特的净利润是多少呢？181.7 亿，归长安汽车所有的净利润超过90 亿。这里我们就会发现一个投资中常见的陷阱，很多朋友，尤其是走格雷厄姆-- 施洛斯这条道路的价值投资者，喜欢看市净率（PB ）来投资，号称绝对不买pb ＞2 的公司，即股价超过每股净资产两倍的企业，坚决不买。可是，如果现在长安汽车将长安福特50% 的股价按照56×2=112 亿卖给你，而这家长安福特自2013 年独立出来（以前叫长安福特马自达汽车有限公司，2013 年将马自达拆出，留下长安福特主体）后，四年来的营收、净利、现金分红和净资产如下表（单位亿元，数字都是概数，有四舍五入）

	营业收入	净利润	现金分红	净资产
2013	842	82	32	104
2014	1064	144	154	94
2015	1176	175	156	112
2016	1265	182	177.4	115

如果2013 年，你能够以两倍pb 买下长安福特50% 股权，投入不到105 亿，截止今天，四年间仅现金分红就收到约260 亿，同时，你仍然拥有未来长安福特生命期内全部净利润的一半。这样一笔生意，不值得投吗？

同样，站在今天，老唐依然敢确定，如果今天长安福特公司50% 股权定价2 倍乃至3 倍pb ，哪怕一个完全不懂汽车行业的商人，仅凭常识也会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

挤破头去抢的。只需要看看长安福特的过往业绩，再顺带对中国汽车市场有普通人最基本的感知，也能知道，即使汽车行业从现在开始停滞，即使长安福特从现在开始滑坡，投入170 亿按照3 倍pb 估值买下长安福特50% 股权，依然是一笔超级划算的生意。更何况，中国的汽车市场依然还在增长态势中，长安福特的蒙迪欧、翼虎、锐界、福克斯、福睿斯都还有它自己的拥趸。这个时候，它不是价值投资吗？

再举一个例子，同样是长安汽车的一个合资公司：长安标致雪铁龙（长安PSA ）。这家公司50% 的股权，2016 年初在长安汽车账面上的价值是15 亿，然而长安PSA2016 年经营亏损16 亿多，50% 股权对应负担8 亿多亏损额。如果年初0.5 倍pb ，作价7.5 亿卖给你，你觉得是一笔划算的生意吗？你会买下吗？

不买？错。简单回答买或者不买，都是错的。关键点不是0.5 倍pb 还是3 倍pb ，而是这部分资产未来的盈利能力怎么样？它究竟是个亏损无底洞，还是仅仅是运营之初的必要亏损？如果是个亏损无底洞，有没有清算价值，直接处置资产能卖出什么价格？能答出这些问题，买或者不买才是“ 投资” 决策，回答不出来这些问题，无论是低pb 还是高pb ，可能都是“ 赌博” 。

为什么会这样呢？奥秘在于有些能够带来收入的“ 资产” 没有被计入会计账本，仅此，而已。同样卖水，你挖一口井，他挖一口井，账本记录的成本一样，但你挖的井出甜水，他挖的井出苦水。甜和苦的区别，并不反应在净资产数字上，然而两者的盈利能力显然不同，资本市场给这两口拥有同样账面净资产的井，定价当然也不同。只看账本上记录的挖井成本，忽略甜水苦水之别，这样的pb 估值法，是不是明显荒诞呢？

那么，pb 估值就完全无用吗？也不是。我个人认为，pb 估值法，只有一个领域适用，就是采用公允价值记账的金融企业。由于金融企业持有的资产基本上都是逐日盯市价，或采用了较为保守的公允价值估算，因而，以账面净资产作为参考是可行的。这部分与本文关系不大，感兴趣的朋友，可以参看《手把手教你读财报2 ：18 节课看透银行业》有关章节。

继续说长安福特。请阅读同时推送的《长安汽车浅印象》下篇。

长安汽车浅印象（下）

原创 *2017-06-05 唐朝* 唐书房

接着上篇继续说长安福特。上表里，我们会发现一个特点，长安福特每年净利润基本按照分光的策略在实施，留存于企业发展的资金几乎可以忽略。这里包含着合资双方什么样的考虑和博弈呢？究竟是无需投入也可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

满足市场需求，还是对汽车产能现状的担忧？我没有答案，如果您有，欢迎留言。

长安福特是长安汽车的核心盈利资产，过去是，今天是，我个人估计未来很长一段时间依然是。所以，观察长安汽车，核心就是跟踪和观察长安福特的生产经营情况。以长安福特2013 年独立以来披露的销售车型及数量情况来看（如下表），汽车企业的增长，可能主要需要寄希望于某新爆款车型的出现。对于新车型的推出计划及受欢迎程度的预测，在我看来，将是投资汽车行业的核心能力。

长安福特	2013	2014	2015	2016
新福克斯	246815	270001	205862	212266
蒙迪欧	35747	109806	120202	103274
翼虎	95891	135998	135194	115083
福睿斯			214342	296867
锐界			65152	123690
合计	682686	805988	868677	943782
营业收入(亿)	842	1064	1176	1265
净利润(亿)	82	144	175	182
单车均价(万)	12	13	14	13
单车净利(万)	1.2	1.8	2.0	1.9

按照最新公布的2017 年前四个月的销售数据看，长安福特旗下的几员核心战将，除锐界勉强有同比8% 的增长以外，其它主力车型均出现大幅下挫，尤其是翼虎，完全是被消费者抛弃，同比跌幅超过一半。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	2017前4月	2016前4月	同比增长
新福克斯	55573	64920	-14.40%
蒙迪欧	31351	43008	-27.10%
锐界	37956	35080	8.20%
福睿斯	84458	85310	-1.00%
翼虎	20856	45717	-54.38%
合计	249104	312261	-20.23%

而按照2016 年报里公司董事会作出的估计，2017 年中国汽车行业整体可以获得2%~4% 左右的增长，事实结果，全国1~4 月销售量的确是同比增长了4.62% ，达到了345.34 万辆。在行业整体增长的情况下，长安福特出现了大幅下挫，这究竟是什么环节出了问题？长安福特会怎么应对？这些应对措施可能取得什么效果？老唐没投资汽车股，没关心过，所以没有答案。但如果你有投资或准备投资，这就是你为自己金钱负责而需要去思考和解释的疑问！

③ 看过了自主部分和长安福特，我们再看看其他合资及参股企业。这部分主要由长安马自达、长安标致雪铁龙、江铃控股、长安铃木组成，持股均为50% 。2016 年上述四家合资企业给上市公司分别带来10 亿、-8.2 亿、2.8 亿、0.17 亿净利润，加上其他参股公司，合计带来约6 亿净利润，占公司净利润比例较小。自2013 年以来，除长安福特以外的其他合资及参股公司为公司带来的净利润分别为3.8 亿、8.4 亿、8.2 亿、6 亿，情况基本稳定。个人认为相对于当前长安汽车的估值水平而言，这部分没有什么细究价值，当做搭头即可。

真正需要弄懂的东西，

一是巨大销量的自主品牌车，会不会受到消费者欢迎，有没有可能给公司带来利润？尤其是公司目前重点打造的CS 系列（cs15 ，cs35 ，cs75 ，cs95 ）；

二是长安福特近期有什么新车型或有竞争力的改款车型推出，传说中的林肯国产化何时落地，你估计它们的前途会如何？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一旦自己能在这些问题上给出有说服力的答案了，就大致可以说明“懂” 这家企业了。在懂的基础上，估值实际上是非常简单的事情，我个人觉着会看市盈率就足够了—— 传说中，这是小学生技能。事实上，知道一个股票的pe ，的确是小学生技能，但懂的什么情况下才能使用pe 估值，以及其背后的原理是什么，恐怕至少是中专生技能了—— 一笑！

在我看来，估值的核心数据就是市盈率。因为市盈率是投资回报率的倒数，看市盈率事实上就是看投资回报率。投资者来追求投资回报，看投资回报率做决策，简直是天经地义的事儿。然而，企业经营的投资回报率，和债券或者存款的投资回报率，有着巨大的差别。

同样期限的工行或建行的存款，我们只需要比较一下存款的“ 市盈率” （存款利率的倒数），选择其中市盈率较小的（或称为利率较高的）买进就是了，因为它们之间还本付息的确定性差异小到可以忽略；长江电力和国投电力发债，如果期限相同，我们也只需要比较一下债券的“ 市盈率” （票面利率的倒数），并选择市盈率较小的买入即可，因为它们之间还本付息的确定性差异小到可以忽略；然而，两家上市公司之间，尤其是不同行业的上市公司之间，我们就无法仅靠比较市盈率大小来决定买卖。例如，12 倍的洋河股份和7 倍的长安汽车，谁更有投资价值？这个问题的难度就比较大了。

为什么呢？因为市盈率是市价与企业盈利之间的比率，市价是确定的数值，但企业盈利却充满着谜团。净利润数据是否为真？未来能否持续？持续是否需要依赖加大资本投入？这三个概念是市盈率指标的核心问题。

确定盈利为真，未来大概率可以持续，且持续不需要依赖增加资本投入。如果无风险回报在20 倍市盈率（一般参照五年期国债，即五年期国债利率5% ），那么，三年后若以15 倍市盈率卖出能让你获得满意回报（我对满意的私人定义是翻倍）的位置，就是很难亏钱，值得下手的低估位置。我觉得估值就这么简单，会看PE 足以。这就是我以前分享过的老唐估值大法，不够写书，因为太短，只有两句话“ 三年后15 倍pe 卖出能赚一倍的价格，就可以买入。高杠杆企业打七折 ” 。真经太短，反而很难令人相信，不断的有朋友希望老唐解释怎么估值。苦笑……

这其中的“ 持续是否需要依赖加大资本投入” ，又是什么含义呢？这个概念，就是自由现金流的概念，自由现金流指公司从经营活动中获取的现金，减去为了维持现有盈利能力而必须投下去的资金。例如，有两个生意，今年都赚10 亿元，其中甲生意可以将赚来的钱全部分光，每年还能赚10 亿；乙生意只能分掉一半，并将另一半作为资本再投入，才能换来每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年继续赚10 亿。现在这两个生意，如果都需要你出x 亿购买，你买哪个？任何头脑正常的人，都知道二选一必选甲，甲生意的自由现金流更高，在其持有期间，带给投资者的回报更高，因而甲必然会被资本追逐成为市价较高的生意—— 虽然都是每年赚10 亿。

例如长安汽车，公司财报预测2017 年行业会有2~4% 的增长，公司的目标是取得8% 左右的销售量增长，使整车销售超过330 万辆（含合资），利润目标没谈，个人估计内部利润目标比8% 小，因为目标是销量，除非市场出乎意料的火爆，否则企业为了销量目标的达成，必然会在利润上让步。为达成销量目标，公司计划增加固定投资56 亿，股权投资9 亿，合计新增65 亿投资。这种时候，这65 亿中的部分，就成了为了维持现有盈利能力而必须投下去的资金，它不是自由现金流。它是利润，但只是可望而不可及的“ 泡沫利润” ，为此，投资者对其进行估值的时候，就需要对利润进行去泡沫化。从这个角度考虑，在不确定性增大的时候，表面上看上去低的变态的7 倍市盈率，就不那么夸张了。

长安汽车今天的利润能否持续，老唐的答案是不懂、不知道；未来长安及其合资公司推出的新车型，是否能够讨的消费者欢心，老唐的答案是不懂、不知道；在面对新能源车的竞争下，长安汽车汽油车能否持续盈利，长安汽车新能源车能否抢占一杯羹，老唐的答案是不懂、不知道；在面对政府象鼓励共享单车那样鼓励共享汽车（6 月1 日，交通部刚刚发布了意见稿）的可能性下，家用轿车和SUV 会怎么发展，会不会出现整体断崖式下滑，老唐的答案是不懂、不知道；现在以高额关税壁垒将国外更质优价廉的汽车拒之门外，逼迫国内消费者选择质次价高的国产车的政策，未来会否松动，老唐的答案依然是不懂、不知道…… 所以，我确定，它不是我的菜。

长安汽车，它属于能够理解消费者口味、理解流行趋势、理解技术前沿，能及时跟踪新车推出节奏，能最快地掌握市场一线销售状况，并及时对数据做出反应的投资者。好在，投资获得满意回报的前提，并不是要搞懂所有的公司，而是坚持做到不懂的不投。

当然，即便是不懂，也能够知道一个基本原理，作为投资者，对于同股同权的A 股和B 股之间，毫无疑问应该摒弃一切借口，选择便宜近40% 的长安B ，即便是考虑到长安A 附赠的摸彩票资格，长安B 也至少便宜三成以上。有现在年净利润高达180 亿以上的长安福特一半股权在手，有美国汽车三巨头硕果仅存的百年福特文化加持，我个人认为持有430 亿估值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的长安B ，安全系数还是非常高的。很难亏损，只是赚多赚少的区别 ——纯属外行人看法，仅供参考，请勿以此作为投资决策依据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20170624 雅戈尔

生人勿近雅戈尔（上）

原创 *2017-06-24 唐朝* 唐书房

雅戈尔涉足服装、地产、纺织、电力和投资业务，其中纺织体量太小，电力已经剥离。纺织和电力2016 年合计仅实现营业收入1.67 亿元，亏损2747 万元，可以暂时忽略。公司重点业务就三大块：服装、地产和投资。

老唐的结论是：服装举步维艰，地产没有空间，只有投资是唯一希望。但雅戈尔的投资业务操盘者，风格飘忽、逻辑难懂，投资雅戈尔有巨大的赌运气成分。所以，除非对雅戈尔投资业务操盘人的体系有系统了解，或者对其投资对象有成熟认识，否则建议生人勿近。

下面分开聊，先看服装板块。

2016 年，雅戈尔服装板块取得营业收入44.6 亿，其中品牌服装生产销售42.7 亿；品牌服装销售中，主品牌younger （雅戈尔）完成营收37.9 亿，其它子品牌4.8 亿。

销售形态分为直营、加盟和团购三种，直营是主要形态，完成营收36.1 亿，同比增长1.4% ，占营收比例超过八成，是收入的主要来源。加盟和团购分别下滑8% 和14% ，均是两三亿规模，不成气候；线下销售占比97% ，线上销售销售仅占3% ，依然是传统销售模式。

44.6 亿营业收入，带来净利润5.5 亿，净利率约12% ，貌似还不错。但如果学习私营老板给自己的店面盘个点，情况却远比表面数字艰难。

公司推行大店战略，共有直营加盟等店面合计2554 家，合计营业面积38.2 万㎡，平均单店面积约150 ㎡。44.6 亿销售收入，摊到每家店面，年均单店营收175 万，日均销售约4800 元；5.5 亿净利润，折合单店年利润21.5 万元，每天不到600 元。一个150 ㎡的店面，每天销售4800 元，赚取不足600 元的利润，算是个苦命生意了。

再看品牌服装中的产品结构（单位亿元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	2016营收	占比	2015营收	占比	2014营收	占比
衬衫	14.1	33%	13.9	33%	13.6	33%
上衣	12.9	30%	12.7	30%	11.7	28%
西装	8.6	20%	8.7	21%	9.3	23%
裤子	6.3	15%	6	14%	5.6	14%
其他	0.8	2%	1	2%	1.1	2%
总计	42.7	100%	42.3	100%	41.3	100%

与印象不同的是，没看财报前，以为雅戈尔主要收入来自西装；看后才知，原来自产的衬衣和外包的上衣（夹克）才是雅戈尔的最大营收来源。这张表的结论很清晰，基本零增长，且产品结构也大体固定 。几乎可以忽略的少量营业额增长，来自营业面积的扩大 ——2016 年38.2 万平方米，2015 年34.9 万平方米，2014 年34.3 万平方米。

再看一张表，更令人担忧了（看不清截图，可点击放大阅读）：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

(2). 产销量情况分析表

单位：万件/万套

√适用 □不适用

主要产品	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减（%）	销售量比上年增减（%）	库存量比上年增减（%）
衬衫	486.25	578.56	504.46	-0.56	1.41	-15.51
西服	70.30	77.28	121.94	1.30	-5.38	46.07
裤子	186.12	217.48	211.73	0.25	4.19	-12.66
上衣	219.53	251.15	252.62	7.65	9.86	-11.12
其它	73.45	104.08	127.06	-19.32	-10.68	-19.96
合计	1,035.65	1,228.55	1,217.81	-0.32	1.86	-10.85

产销量情况说明

公司一方面“以销定产”，实施商品企划推进产品结构调整和供给侧改革；另一方面积极“促销量、去库存”，在确保毛利率保持稳定水平的前提下，存货去化率提升 2.86 个百分点至 12.52%。

以这张表的数据和表末的说明看，公司2016 年是控制了生产，以尽力消化库存，体现为每种品类当年生产量都低于销售量。然而，年末各品类库存量均远大于当年产量，接近于全年的销售总量，其中西服库存甚至超过一年半的销售量。

单店平均库存衬衣约2000 件，西服近500 套，裤子800 多条，夹克近1000 件，其他约500 件。存货价值17 亿，按照雅戈尔64% 毛利率倒推，相当于对应着47 亿销售额。按照雅戈尔的存货跌价准备计提方法，服装存货只要不超过三年，就不计提跌价准备。这状况，如果我是老板，会冒冷汗的。

不过，据咨询我家领导的闺蜜—— 一位从事服装行业生产和销售二十多年的资深人士（和雅戈尔定位近似的地方西装品牌），美女看了数据后说，以她对服装行业以及雅戈尔的了解，这个库存量是以直营为主的服装行业基本合理的库存。以批发为主要经营模式的服装企业，库存可以控制在年销量的20% 左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这行业不好干啊，要是老唐干，看着一堆确定必将随着时间推移贬值的库存，绝对一个头两个大。

回过头来说，为什么不断增加投入，扩张营业面积，而雅戈尔服装板块的营业收入却基本不动呢？我觉着两张截图可以说明问题。



图一：2012-2016 年零售额增速

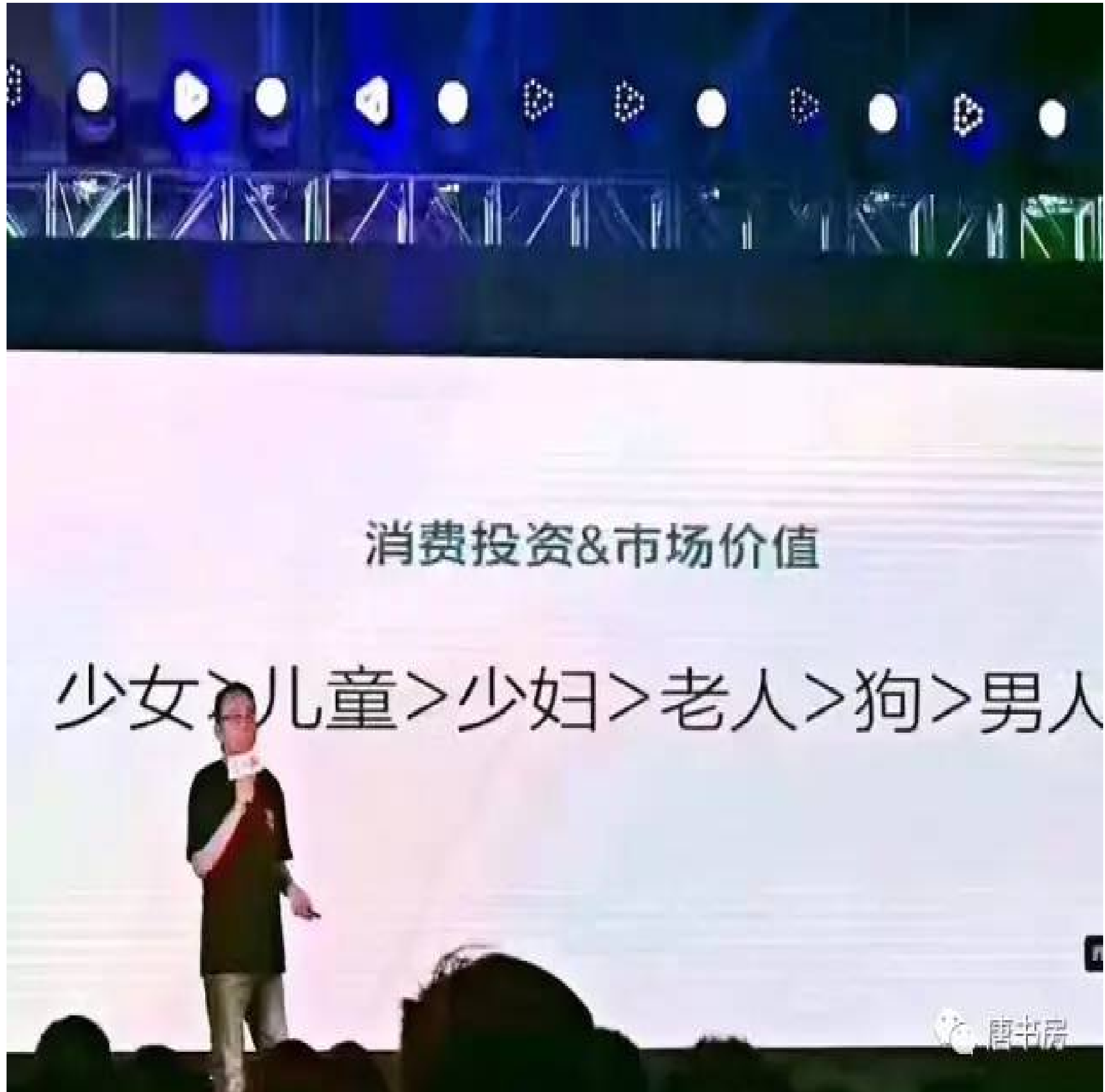
上图来自雅戈尔2016 财报11 页，图上展示的曲线可以说明这么几个问题：① 红线代表服装鞋帽针织品零售额的增速，趋势是下滑，但增速依然超过GDP 平均增速；② 右上角蓝线，代表穿类商品网上销售增速较快；③ 左下角紫线，意味着“ 大型” 服装企业增长远远落后于行业平均增速。

原因不难理解。网上销售带来用户的便利，我们都有亲身感受，网上销售的增长，对于类似雅戈尔这种线下销售占比97% 的传统服装企业而言，挤压几乎是必然的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

而大型企业不好过，可能是消费升级带来的个性化需求增长的体现。小型服装企业追赶流行潮流更快，决策环节更少，加上网络销售的展示和推广速度，满足了消费者求新求变求个性的心理。此种情况下，大型企业的规模化生产，反而容易变成规模不经济，加上决策链条长，对市场反应较慢，增速落后也实属情理之中。

另一张图，来自网络，是这几天疯传的一个笑料。数据真假不知，大家也一笑了之好了。



雅戈尔，一家主要以“ 线下经营为主 ”，目标消费者为“ 男人 ”的“ 大型 ” 服装企业，行业三大不利因素占齐，怎么增长？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

怎么增长？董事长李如成也是抠破头皮，以前试图发展地产，大搞金融投资，业绩犹如那海上的波浪，有时起、有时落。这眼看地产和投资也是靠不住（为啥靠不住，后面会写），67 岁的李如成老先生，在淡出企业管理很久后，去年秋天高调复出，宣布要在三年内投资100 亿元—— 财报里说是2015~2020 年间投资100 亿，其中2017 年投20~30 亿—— 再造一个雅戈尔。

百亿投资的重心是下注Mayor 品牌，计划产品定价在8000 元~15000 元之间，打造“ 中国管理者的新装” 。其中80 亿元投入实施平台战略，20 亿元投入实施会员战略、多品牌战略、 供应链战略及信息系统建设。

这个不知道该翻译成市长还是镇长的Mayor 品牌，过去三年的专卖店数量、营业收入和毛利如下表：

	专卖店(家)	营业收入（万元）	毛利率	毛利润（万元）
2014	31	2099	64%	1342
2015	41	2829	42%	1184
2016	41	4756	59%	[illegible]

（备注：毛利润等于营业收入减去服装的原料及直接生产成本）

过去三年，Mayor 的毛利率均低于现有主品牌雅戈尔（雅戈尔2014~2016 分别为69% 、65% 、64% ），营业收入也暂时处于可以忽略的地位。它怎么才能变成另一个雅戈尔呢？

李如成宣布，他将在三年时间内，投入100 亿元，启动科技与创新战略，打造服装实体产业发展的加速度，称为中国服装行业、乃至整个服务产业的时尚坐标。

雅戈尔挖来了乔治. 阿玛尼的设计师、台湾人龚乃杰，担任公司设计总监。新装修的雅戈尔之家，请来的是顶尖设计师Philip Handford——过去，他们只为Burberry 等奢侈品牌设计门店空间—— 摘录自2016 年10 月21 日媒体报道《雅戈尔董事长李如成：宁波帮大佬的百亿新赌局》。

同样在这篇报道里，还披露了李如成董事长不计成本的大气魄：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

9 月24 日，在无锡最热闹的三阳广场周边，占地面积近3000 平米的雅戈尔之家开张了，这是雅戈尔再次为百年老店投入的资产。这个大型专卖店地产的购入总价为2.5 亿，装修价格达到了每平米1 万元，因此这家卖场总计投入近三亿。

而李如成对这家新开卖场的销售预期，第一年只有2000 万元。稍加计算便可得出，这家卖场的销售总额仅能与卖场折旧持平。

亏损只是李如成“ 千店战略” 计划的一部分。李如成已在公司内部提出，近几年要在国内建立一千家类似规模的卖场，预期销售额均为千万级。

在上海的南京路，这家企业已经投资上亿元建立了第一个中心卖场。“ 南京路这家卖场的销售额为4000 万元，但如果我们拿来出租，每年仅租金就可达到3000 万元。” 李如成说。

这个为中国管理者打造新装的豪赌，结果如何，现在很难预料，至少老唐预测不出来。但作为一个保守的投资者，看看过去五年（2012~2016 ）雅戈尔服装板块的净利润数据：7.9 亿、6.4 亿、6.5 亿、6.5 亿、5.5 亿，掂量一下即将掏出去的百亿资本投入，冷汗biu 的一声就出来了。

而且，关键问题是，商务男装，能折腾出花儿来？我怎么觉着是一个同质化非常严重的产品呢？老唐十多年前工作的时候，定制的那些观奇洋服（当年比较牛叉的香港品牌，也不知道还在不？），今天从衣柜里翻出来，我看跟潮流也没啥区别呢？

以公司的经营计划看，2017 年服装板块的目标是实现销售收入增长10%-15% ，即达到49~51 亿之间，净利润率继续按照12% 估算，净利润也就6 亿左右。

因此，对雅戈尔的服装板块，我的观点是：吃不饱、饿不着，靠精打细算抠成本，过点小日子。至于百亿再造的结果，是行业内高手的赌局，生人勿近。

精打细算的苦命生意，年净利润6 亿左右，面临巨额资本支出，赌局结果难以预料，这种生意，估值上限最多能给10 倍市盈率，按照60 亿合理估值考虑。合理估值的六折，可以考虑买入。

那么，地产和投资板块又如何呢？请继续阅读中篇和下篇。

生人勿近雅戈尔（ 中）

原创 *2017-06-24 唐朝* 唐书房

上篇谈了雅戈尔的服装板块，本篇来看雅戈尔地产板块。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

雅戈尔的地产板块很简单，所以本小节比较短，仅有不足1600 字，但由于服装板块和投资板块均已近三千字，加在哪边，都有点不便于阅读，只能勉强独立成篇。

在雅戈尔2016 年财报里谈到地产部分时说：

2016 年交付结转面积 70.72 万平米。

2016 年初，雅戈尔结存可售面积 51.58 万平米，年内新推/ 加推宁波都市阳光、雅明花苑及苏州太阳城北超高层等项目，新增可售面积 20.02 万平米。

报告期内，雅戈尔完成预售面积39.45 万平米（订单口径），去化率为55.10% ，较上年同期增加 7.31 个百分点；实现预售金额584,381.37 万元。

截至报告期末，雅戈尔杭州区域项目已实现全部清盘；上海长风8 号项目结存住宅2 套、会所1 套、车位241 个（老唐注：该项目2015 年末就只剩下住宅12 套，会所1 套，车位288 个）；

合作项目进入尾声，除水岸枫情二期(30%) 剩余少量尾房、九唐华府三四期(35%) 进行前期工作外，其余基本实现住宅清盘。

报告期内，雅戈尔以 116,026 万元竞得苏地 2016-WG-34 地块，土地面积 3.15 万平米，拟开发计容积率建筑面积 10.11 万平米。截至报告期末，雅戈尔土地储备共 4 个，土地面积 40.94 万平米，拟开发计容积率建筑面积 66.19 万平米。

截至 2016 年末，公司结存可售面积 31.25 万平米；2017 年计划新增可售面积 29.28 万平米。2017 年，公司预计地产开发业务实现预售金额 70 亿元。

以上表述，清晰展示：原材料就这么多，2016 年交付结转面积70.72 万平米，实现营业收入102.7 亿，净利润15.1 亿。预售面积39.45 万平米（均价1.48 万/ 平米），年底还余可售面积31.25 万平米，计划新增可售面积 29.28 万平米。

公司计划2017 年实现预售金额70 亿，加上2016 年末的预收房款45 亿，意味着2017 年完成70 亿计划后，且所有房屋均完成交付，一分钱预收款不留，最多也只有115 亿，同比增长不超过12% 。

更何况，还有三个潜在问题，

（1 ）2016 年全国商品住宅销售面积、销售额分别同比增长 22.4% 和 36.1% ，如此形势大好的市场下，雅戈尔当年也仅完成了58.4 亿的预售。2017 年的70 亿计划，有不确定因素；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（2 ）房地产企业基本不可能做到当年预售房屋全部交付，全部计入当年营业收入；

（3 ）2017 年4 月29 日，公司发布公告称，九华唐府项目预期将出现较大亏损，计提2.55 亿减值准备，将直接减少2017 年净利润2.55 亿。

因此，12% 的增长，对于2017 年的雅戈尔地产板块，已经是个太过乐观的期望值了。

再看雅戈尔公司的土地储备。

2016 年新购入苏州一块面积3.15 万平米、折合47 亩的小地块，拟建面积10.11 万平米（容积率约3.2 ），楼面地价1.15 万元（苏州2016 年商品房成交均价18293 元/ 平米）。

加上手头原有的三块分别为165 亩、350 亩和51 亩的土地（均在宁波），全部土地储备合计不到615 亩，可建面积66.19 万平米，不及大型地产公司一个楼盘的规模。

除位于宁波市慈溪市（这个某市下辖某市的表述真别扭）的165 亩老鹰山地块开工时间未定，其他三块地已经于2017 年1~3 月分别开工。正常推测，这是2018 年和2019 年的菜了。

夸张点说，就算未来两三年内按照均价2 万/ 平米全部清盘（2016 年，宁波房屋成交均价14363 元/ 平米），一共也就130 亿左右的营业收入，年均不到70 亿营收，天花板一眼看到头。

过去五年，雅戈尔地产板块的营收和利润分别为（单位亿元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	营收收入	净利润	备注
2012	51.6	10.1	2014年地产板块净利润超低，不仅因为项目毛利降低，还有整体出售亏损项目导致1.3亿亏损的确认，以及计提两个房产项目的资产减值准备10.2亿元的因素。
2013	98.7	11.7	
2014	111	1.2	
2015	98	10.2	
2016	102.7	15.1	

唐书房

无论是经营数据，还是土地储备，均显示就是一家偏安一隅的小型房地产公司，没有什么显著超出普通小房地产公司的经营能力。土地储备少，项目收益看天（房价）吃饭，想象空间有限。也正因为此，公司才会对地产板块提出“ 要深入探索养生、旅游、健康小镇等方向的转型工作”的规划。

这样一个仅有615 亩土地储备，未来三年看不出显著成长，年净利润徘徊在十亿出头，缺乏核心竞争力的看天吃饭型地方小型房地产公司，老唐个人能给出的估值最多不超过150 亿，六折可以考虑买入。

地产板块，就这么点儿内容。下篇，我们来分析雅戈尔最核心、最迷人的投（chao ）资（gu ）业务。

生人勿近雅戈尔（ 下）

原创 *2017-06-24 唐朝* 唐书房

上篇分析了雅戈尔的服装业务，中篇分析了雅戈尔的地产业务，本篇我们来看雅戈尔最迷人的亮点：投（chao ）资（gu ）业务。

雅戈尔2016 年财报第17 页披露，截止2016 年12 月31 日，公司投资额累计313 亿，市值318 亿（其中未上市的36 亿，按照成本计算）。明细如截图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

截至报告期末，雅戈尔累计投资3,130,413.32万元，主要项目如下表所示：

单位：万股/万元

序号	股票代码	股票简称	股数/比例	投资成本	期末账面值	期末市值
可供出售金融资产（已上市）						
1	00267.HK	中信股份	145,451.30	1,821,627.74	1,444,178.69	1,444,178.69
2	600000	浦发银行	19,158.15	262,122.71	310,553.64	310,553.64
3	002470	金正大	15,140.00	41,862.10	119,606.00	119,606.00
4	300451	创业软件	2,404.29	3,206.42	88,718.15	88,718.15
5	002036	联创电子	2,910.53	65,457.77	55,765.71	55,765.71
6	002103	广博股份	1,444.50	290.02	25,033.19	25,033.19
可供出售金融资产（已上市）小计				**2,194,566.76**	**2,043,855.36**	**2,043,855.36**
可供出售金融资产（未上市）						
7	中石油管道责任有限		1.32%	300,000.00	300,000.00	30[illegible],000.00

唐书房

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	公司				
8	绵阳科技城产业投资基金	2.22%	20,280.84	20,280.84	20,280.84
9	宁波金田铜业（集团）股份有限公司	3.05%	13,320.00	13,320.00	13,320.00
10	银联商务有限公司	1.50%	11,683.33	11,683.33	11,683.33
11	中信夹层（上海）投资中心（有限合伙）	1.96%	10,000.00	10,000.00	10,000.00
12	江西联创硅谷天堂集成电路产业基金合伙企业（有限合伙）	10.00%	3,400.00	3,400.00	3,400.00
13	深圳中欧创业投资合伙企业（有限合伙）	15.00%	495.00	495.00	495.00
14	其他项目		4,392.35	4,392.35	4,392.35
可供出售金融资产（未上市）小计			**363,571.52**	**363,571.52**	**363,571.52**
可供出售金融资产小计			**2,558,138.27**	**2,407,426.88**	**2,407,426.88**
长期股权投资					
15	002142 宁波银行	11.64%	549,728.56	549,728.56	754,611.46
16	浙商财产保险股份有限公司	21.00%	14,152.52	14,152.52	14,152.52
17	无锡领峰创业投资	41.07%	4,049.68	4,049.68	4,049.68
18	其他项目		4,344.29	4,344.29	4,344.29
长期股权投资小计			**572,275.04**	**572,275.04**	**777,157.95**
合计			**3,130,413.32**	**2,979,701.93**	**3,1[illegible]**

恰好，我们翻看资产负债表，会发现公司的有息负债也是318 亿，分为短期借款136 亿和长期借款182 亿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

站在现在这个节点上，雅戈尔的投资业务可以简单的这么看：借款318 亿，买入了当前市值318 亿的股票。很显然，这样借钱是借不到的，所以，在雅戈尔的货币资金里我们会发现，有50 亿使用受限制的资金，同时，雅戈尔还购买了43 亿理财产品。

通俗理解，就好比你有保证金50 万，借款318 万，买入了市值318 万的股票，担保比例116% ，券商才不斩你的仓。同时你还另外准备了43 万预备金，以防股市下跌，券商要求你追加保证金。

由此，我们可以将雅戈尔这家公司，分拆成两部分来看，其资产负债表将如下：

雅戈尔服装地产公司资产负债表

科目	金额	备注说明
现金	40	主要是银行存款
存货	117	地产存货100+服装存货17
固资	64	固定、在建、无形、投资性房产
其他	28	各类应收预付及联营合营公司股权
资产总计	249	
预收款	48	预售房款45亿，预收服装款3亿
其他	44	各类应付账款、税款、职工薪酬等
负债总计	92	
净资产	249-92=157	唐书房

雅戈尔投资公司资产负债表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

科目	金额	备注说明
现金	50	保证金，不可动用
理财产品	43	在其他流动资产科目内
上市股票市值	280	已上市可售金融204+宁波银行76
非上市公司成本	39	未上市可售金融36.4+未上市股权2.2
资产总计	412	
短期借款	136	主要是境内借款
长期借款	182	主要是为买入港股中信股份的境外借款
负债总计	318	
净资产	412-318=94	

唐书房

（备注：这两张表合计净资产数字比公司财报数据高21 亿多，主要原因是此处将宁波银行按照年末市值计入，财报则是按照账面成本计入的）

前面已经对服装和地产单独估过值了，于是雅戈尔这家公司究竟能值多少钱，关键就看后面这张报表我们愿意出什么价了。

雅戈尔投资部分，财技花哨，时不时地利用处置股权、改变会计计量方法等财务手段，调节当年合并利润表数据（当然，是合法的），例如2016 年雅戈尔的投资收益就靠四条途径实现：

① 改变宁波银行、浙商财险、联创电子的会计计量方法；

② 清仓出售所持宁波长丰热电50% 股权；

③ 炒股。减仓或清仓浦发银行、联创电子、中信证券、广博股份、金正大、中国平安、银联商务等上市或非上市公司股票；

④ 获得分红和理财产品利息。

然而，我们穿透来看，无论其财技怎么展示，这个雅戈尔投资公司，就是一个股票账户，其价值必将由截止2016 年12 月31 日合计持有的412 亿资产、318 亿负债，以及背后这个操盘人士的能力所决定。

先说人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

看高管履历和职务，基本确定，上市公司总经理兼雅戈尔投资公司总经理李寒穷，是雅戈尔投资板块的总负责人。就是这位美女



李寒穷，雅戈尔实际控制人李如成的独生女儿。这爹够狠的，给女儿起个“ 寒+ 穷” 的名字，倒是少见。李大美女，1977 年出生，美国加州州立大学工商管理学士。

据2015 年卸任上市公司副董事长的李如刚（李如成的弟弟，俩人还有个小弟弟李如祥任上市公司监事长），对这位侄女的公开评价是：留过洋、学历高、视野开阔、头脑灵活。

李寒穷24 岁在宁波某外贸公司做业务员，25 岁在一家中日合资企业驻欧洲分部做业务员，27 岁进上海实业集团（香港上市公司“ 上实控股” 的控股股东）投资部作经理助理，28 岁进雅戈尔做董事，30 岁任雅戈尔投资公司总经理。

31 岁时（2008 年），雅戈尔挖了国内大型公募基金“ 富国基金公司” 的墙角，时任富国基金投资总监的陈继武离职，带着几个手下和雅戈尔成立了上海凯石投资公司，雅戈尔持股70% ，李寒穷出任凯石投资副总经理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

网上有传闻，说李寒穷和陈继武在凯石投资期间擦出火花结婚了，估计是假的，因为陈继武后来被雅戈尔扫地出门了，看着不像是女婿待遇。

扫地出门的原因，是2011 年凯石投资爆亏，将公司资本金亏掉一半。估计李如成和李寒穷此时才发现这公募基金公司投资总监，传说中的高手高手高高手，遇到熊市一样的死的不要不要的。既如此，还不如自己来，再差也至少亲手娱乐了。就这样，李寒穷大美女就登上了一线战斗队伍。

然而，观摩李大美女2012 年以来的操作，颇有些眼花缭乱，怎么也揣摩不出来其投资体系是什么。2012 年至今，不完全统计，美女至少买卖过以下上市公司股票：圣农发展、东方锆业、新疆众和、工大首创、杭州解百、浦发银行、中信证券、宁波银行、广博股份、上汽集团、海南橡胶、金正大、徐工机械、金种子酒、华鲁恒升、中金黄金、山煤国际、华新水泥、广百股份、海正药业、海利得、兴蓉投资、生益科技、精功科技、云天化、黔源电力、凌云股份、科大讯飞、泸州老窖、中信股份H 、新华保险、中国平安、创业软件、国信证券、中国平安H 、联创电子…… 长持短炒均有，赚赔不定。

老唐瞅了这份股票交割单很久，基本上不同行业、不同板块、不同类型、不同估值的企业均有，愣是没琢磨出来美女及其团队的能力圈是什么，投资体系是什么，更倾向于哪一类型投资。老唐还做了一张表，分别列出过去五年，每年确认获利和确认赔钱的股票名单，看后也没发现什么有价值的东西。只能说李大美女风格飘忽、逻辑难懂了。如果遇上这样一位基金经理，你依据什么敢把钱交给她去炒股呢？

说完人，再说当前持股。截止2016 年底，李大美女318 亿市值的持股中，前五大持股是：中信股份H ，市值145 亿；宁波银行，市值75 亿；浦发银行，市值31 亿；金正大，市值12 亿；创业软件，市值9 亿。第一大持股仓位占比约46% ，前三大持股仓位占比79% ，前五大持股仓位占比85% ，属于集中持股类型（和老唐的仓位结构差不多）。

统计美女持有的股票自2016 年12 月31 日至今的涨跌情况，中信股份H+10% ；宁波银行+9% ；浦发银行+3% ；金正大-6% ；创业软件-16% ，联创电子-14% ；广博股份-23% 。其中浦发银行、金正大、创业软件均在今年一季度有部分减持，广博股份一季度清仓，减持及清仓价位不详，粗略按照2017 年新增浮盈约20 亿估算。

另外，未上市股权里面，或许隐藏有低估价值。例如雅戈尔比较自豪的投资银联商务公司1.5% 的股权，在账面上是按照1.17 亿元计入的，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

依照公司2016 年11 月4 日作价6.51 亿卖出银联商务公司3.5% 股份来看，目前还剩余的1.5% 股权市场价值约为2.8 亿，为账面值的2.38 倍。

由于其他未上市公司没有可比市价，假设我们乐观的考虑雅戈尔所有未上市投资均是银联商务这样的优质品种，也就是说39 亿未上市投资品的市场真实价值按照39×2.38=93 亿，增值54 亿。

那么，今天，我们面对这样一个净值168 亿的炒股账户，多少钱你愿意买？或者你可以将其缩小一万倍，假设单位为万，多少钱你乐意买下这个炒股账户？

资产		负债	
上市公司股票市值	300亿	国内短期负债	136亿
非上市公司股票市值	93亿	境外长期负债	182亿
现金及理财	50亿+43亿		唐书房

如果背后的操作者是巴菲特或者段永平，我愿意给溢价，然而不是；

如果所持核心股票是我懂的，是我准备在此时买进的，我愿意给溢价，然而不是；

如果投资风格清晰，支撑体系可靠，我愿意给平价，然而不是。

对操作者本人不熟悉，对其操作体系不了解，对其核心持股没研究，这样一个投资账户，也只能是生人勿近。

于是，只剩下一种情况我愿买入，那就是：明显折价，让我有便宜占。所以，对雅戈尔投资板块，老唐的最高出价是：六折，不超过100亿。

结论：三个板块的合理值加总为60+150+168=378 亿， 有买入价值的位置为230 亿以下。 当前市值365 亿，无投资价值，上涨下跌靠博傻赌运气。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20170730 一尺跨栏粤高速

从基本面分析，粤高速主业清晰，增长态势不改，估值具有吸引力。

偶见粤高速业绩预告，上半年净利润有八九亿元。该公司业务简单，就是收高速路通行费，销售费用为零，应收账款近于零，所有的收入全部体现为现金。

看资产，公司的家当，可以看成独立的三大板块：控股板块、参股板块和投资板块。看市值，以A 股股价8.18 元计算，约170 亿市值，以B 股股价6 港币（约折合人民币5.22 元），约110 亿市值。其中是否蕴藏良好的投资机会呢？让我们先来分析公司的资产状况。

控股高速通车量持续增加

控股板块是公司的主要资产，拥有佛开高速100% 股权、广佛高速75% 股权、京珠高速广珠段（下称“ 广珠高速” ）75% 股权。2016 年，佛开高速收入11.80 亿元，净利润3.33 亿元；广佛高速收入3.93 亿元，净利润0.66 亿元；广珠高速收入11.59 亿元，净利润4.96 亿元。也就是说，2016 年三条高速公路给上市公司贡献了7.55 亿元净利润，占公司净利润的75% 出头。其中，佛开高速的25% 股权和广珠高速55% 股权，是2016 年7 月收购来的。

公司在2016 年7 月定向增发了粤高速A 股8.34 亿股，每股作价4.94 元（约当时A 股市价的90% ，B 股市价的155% ），外加支付了约1.5 亿元现金，合计约42.7 亿元（含中介费用），换来了佛开高速25% 股权、广珠高速55% 股权以及原广珠高速大股东对广珠高速公司的9.88 亿股东贷款。该收购行为使公司规模扩大了近一倍，因而以往业绩失去了连续对比的必要，我们仅阅读2016 年财报即可。

总体来看，花费股权费用32.8 亿，2016 年带来的净利润为3.33×25%+4.96×55%=3.56 亿，收购对价折合不到10 倍市盈率。至于承接的对广珠高速债权，由于成为了广珠高速的绝对控股股东，该债权完全没有违约风险。总体来说，收购价格比较良心。

这三条路均位于广州周边，受益于珠三角经济的活跃，三条路的通过车辆均持续增长，其中尤以广佛高速公路受益于广佛同城化的地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

理优势，通过车流量同比上升较大，增幅约15% ；其次是广珠高速，增幅约10.6% ；而佛开高速自2012 年扩建后也处于持续稳定增长中，从全年来看通过车辆增幅也近15% ，但通行费增幅仅3.44% （考虑到营改增，同口径增幅约6.6% ），显示增量主要来自小车和短途车。

恰好老唐今年上半年自驾出游，经过了这几条路，其车辆密集及忙碌状况，给我留下过深刻的印象。考虑到珠三角人均收入的不断增长，汽车年销售数量的累积增加，自驾出行方式的依赖性以及物流快递行业的高速发展，初步判断这三条道路通过车辆持续增加的趋势，短期很难有改变。

参股板块保持轻微增长

粤高速借助大股东广东省交通集团公司背景，还参股了另外7 条高速路，其基本情况是：持有惠盐高速33.33% 的股权，该路2016 年车辆通行费收入2.2 亿元；持有广惠高速30% 的股权，2016 年车辆通行费收入17 亿元；持有康大高速30% 的股权，2016 年车辆通行费收入2.5 亿元；持有赣康高速30% 的股权，2016 年车辆通行费收入1.5 亿元；持有粤肇高速25% 的股权，2016 年车辆通行费收入5.9 亿元；持有江中高速15% 的股权，2016 年车辆通行费收入4.1 亿元；持有广乐高速9% 的股权，2016 年车辆通行费收入28.2 亿元。

除广乐高速是以可供出售金融资产的名义计入公司财报的，其它6 条路均以长期股权投资的身份将年度净利润按照比例贡献给粤高速。2016 年，参股高速路合计提供了约4 亿元投资收益，给粤高速现金分红超过4.2 亿元。其中最大的金蛋来自广惠高速，给粤高速创造了2.54 亿元净利润，现金分红3.6 亿元。

按照公司经营计划预测，投资收益部分2017 年将保持轻微增长。

投资板块规模不大

除了聚焦高速公路，公司也尝试在金融领域里做些投资，主要是三家公司。

一是2009 年7 月，在光大银行（601818.SH ）上市之前，以2.2 元/ 股的价格认购了2.4 亿股。八年来，每股现金分红合计约0.97 元。至2016 年底，公司还持有2.35 亿股，股价3.91 元，市值约9.2 亿元。2017 年内，市值增加约1.2 亿元（含分红）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

二是持有粤利小额贷款公司20% 股权，账面值2.1 亿元，2016 年分红409 万元。

三是持有广东广电网络投资一号合伙企业2.97% 股权，投入0.5 亿元。

后两家公司前景不详，金额不大，当做搭头，忽略之。

综上所述，粤高速的资产就是三条控股高速路、七条参股高速路，以及对光大银行的投资，主业清晰明白。

粤高速B 估值诱人

粤高速的资产负债表可简化：资产部分，现金（26 亿元）+ 可供出售金融资产（17.2 亿元）+ 长期股权投资（22.2 亿元）+ 固定资产（95 亿元），共计160.7 亿元；有息负债9.6+54 亿元，经营负债8.7 亿元；净资产88.4 亿元，归属于母公司股东所有的净资产82.9 亿元。

其中，95 亿元固定资产、在建资产和无形资产，主要就是三条控股高速路；可供出售金融资产里，9.2 亿元是光大银行，其余是广乐高速7.5 亿元和广电网络1 号0.5 亿元；长期股权投资是六条参股高速路的20.1 亿元和粤利小额贷款公司的2.1 亿元；有息负债，利率基本是基准贷款利率的九折。

再来看公司的利润表，按照其经营计划预估归属于母公司股东所有的净利润约12 亿元。

然而，7 月16 日业绩预告显示，2017 年上半年净利润约8.6 亿-9.36 亿元，于是，在此基础上，可做乐观和悲观两种预期利润计算。

乐观算法，考虑上半年产生净利润至少8.6 亿元。其中因九江大桥政府补贴总额为1.4 亿元，2015 年和2016 年已经拿到8077 万元，假设剩余部分全部已在上半年收到，下半年没有营业外收入，且经营利润假设和上半年相同，则全年净利润不低于16.5 亿元。如此，粤高速A 市盈率约10 倍出头，粤高速B 市盈率不足7 倍。

悲观算法，2017 上半年的8.6 亿元+2016 年下半年扣非净利润4.9 亿元=13.5 亿元，即假设下半年同比无增长，获取和去年同期同等金额的净利润，则粤高速A 市盈率约12.5 倍，粤高速B 约8 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

鉴于公司《未来三年股东回报规划（2015 年度—2017 年度）》规定，公司“2017 年现金分红不低于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的百分之七十”，依此推算，即便在悲观考虑下，2017 年现金分红也不会低于9.45 亿元，每股分红不低于0.45 元，B 股股息率将超过8.6% 。同样，按照2016 年7 月22 日股东大会决议公告，若无重大资本支出，2018 年现金分红也将不低于合并报表归属母公司所有者净利润的百分之七十。

即便在2018 年之后，企业分红比例降回2015 年的标准（当年合并报表净利润的40% 左右），只要企业能够维持不低于13.5 亿的净利润规模，当前价格的粤高速B ，股息率依然高达5% 左右。再考虑到公司无应收账款，且利润表成本里，计入了无现金流出的8 亿多元折旧摊销，故公司可支配现金可能高达21 亿元以上。即使分红10 亿元，依然有超过10 亿元的资本再投入或归还贷款能力，相对约110 亿元市值而言，相当诱人。

潜在的负面因素，目前想到的主要有两条：其一是管理层守着下蛋金鸡乱铺摊子，扩大公司规模，追求管理层权力的扩大化，而不是股东利益的最大化。但对粤高速而言，一者截止目前尚无不良记录，公司的资本开支依然集中于主业；二者董事长年仅47 岁，正是干事业求上进的时候，漠视持股50.11% 的国资委“ 国有资产保值增值” 诉求的可能性相对较小。

其二是高速路收费权到期。个人理解，高速路收费权限到期前，各地高速路业主均会以改扩建等名义申请延期，这已经有相当多的案例了。当然，这仅仅是对未来的猜测，也有可能收费权期满后被政府无偿收回。

粤高速旗下公路，距离收费期限到期日最近的是广佛高速，2021 年12 月7 日到期，其他道路收费期限截止日陆续分布在2030 年之后。由于2016 年广佛高速对上市公司净利润贡献为0.5 亿，即便四年后被政府收回，相对于2016 年业绩标准，仅造成约0.5 亿元的净利润下滑，故该因素仅属于短期无忧、长期也无大碍的负面因素。

在这样的考虑下，一个市盈率七八倍，净利润含金量超过100% ，几乎无业绩下降之忧，股息率可能高达8% 以上的投资对象跃然纸上。于是，老唐于7 月17 日开盘买入了部分粤高速B 。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以上展示了如何发现和越过一尺跨栏的决策案例，供读者参考。

（声明：本文仅代表作者个人观点；作者声明：本人持有粤高速B）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20171101 乱炖三季报

乱炖三季报（上）

原创 2017-11-01 唐朝 唐书房 唐书房

开始之前，先通知个好消息：经读者推荐，昨天唐书房购买了“ 号内搜” 服务。今后，你可以凭借你记得的任何关键词，在书房里搜索寻找历史文章，不用再去翻的老眼昏花了。

号内通菜单放在原来的“ 书房福利” 菜单位置，点击进去就可以搜索。也可以向书房发送关键词“ 号内搜” 提取搜索界面。

书归正传。

三季报信息量不大，一般不会有什么重大信息值得表述。除了茅台已经在周六发表了《 李保芳的小算盘及茅台重估 》一文之外，其他的持股公司，今天一锅乱炖了。

借着茅台开头，就先说酒吧！

洋河，作为中小板企业，按照规定业绩是需要提前预告的，所以半年报就已经有三季度业绩增长10~20% 之间的预告了，报表披露15% 增长，中规中矩。第三季度同比增长20% ，有加速迹象。

洋河，省内王者，根据地扎实。省外重复根据地深耕经验，具有引导渠道把握市场的能力和经验。啃硬骨头出来的团队，和股东利益捆绑的团队，值得信赖。相比享惯福的五粮液老窖团队，我更信赖小洋在深度全国化过程里的攻坚能力。

当前海天稳，梦飞升。三季报已经预告了全年业绩64~70 亿之间，对应当前1700 亿市值，约25 倍左右的估值，基本合理阶段，持有。相对于三季报多家从30%+ 到70%+ 的增长，市场用抛售表达了其难以预测的小性子。估摸着过几天，情绪稳定了，就没什么大碍了。

图片来自云酒头条

再说古井贡B 。

在目前营收最大的前六大白酒上市公司茅五洋老古汾里，真正的全国性的酒企也就只有茅台五粮液和老窖。洋河只能算半个，还没有真正走向全国—— 洋河营收远超老窖，只是因为在有限的几块地面扎的比较深而已。

洋河、古井贡和汾酒三家，是最有希望从地方走向全国，在消费升级以及行业集中的浪潮中完成扩张的。其中清香型白酒的消费群体我吃不太

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

准，加上汾酒的企业价格设置以及大本营山西的经济形势，老唐都不太看好，所以没怎么关注。

古井贡有“ 贡” 为名，有曹操家乡加持，有中国八大名酒之一的历史底蕴，有以梁金辉为首的管理团队，有投入高额销售费用扩张的习惯，有在白酒诸强林立的安徽省内厮杀出来的经验（白酒营销界有口诀云：东不入皖，西不入川），其主流产品集中在100~300 元价格带，和茅五洋老的未来看点不同，目标人群不同。

我个人比较看好它在消费升级需求下的全国化之路。但这不是古井的最大优势，古井最大的优势是：有B 股，而且便宜近一半。老唐是今年6 月中旬买入的古井贡B ，买入价格大约是31 港币左右（书房有分享），折合人民币不到26.5 元，相比当时的古井贡A 股50 元左右的价格，近于对折。

即便通过四五个月的爬升，当前古井贡B 价格为44 港币左右，折合人民币不到37.5 元，相对于当下古井贡A 股73 元的价格，依然是对折。憧憬古井的全国化前景，当前市值不到190 亿（按照古井贡B 股价计算），依然处于偏低估位置。若要说不确定性，可能主要也就看对湖北黄鹤楼酒的收购后的整合情况如何了。

第一持股行业白酒说完了，说说第二大持股行业银行。

其实我很少直接说具体银行，为啥呢？银行业财报术语复杂，对于绝大多数没有读过《手把手教你读财报2 》的朋友来说，说一堆拨备、拨备覆盖率、拨贷比、当年计提、坏账率、不良贷款率、净息差、净利差、非息收入、核心资本充足率、二级资本充足率、扩表、缩表、同业资产……，跟天书一样，除了引发一堆询问这个是啥意思，那个是啥意义，你是不是zhuangbility 等等的反应之外，没什么用处。

而如果读过《手2 》的朋友，应该都知道，老唐在224 页直接写了“2016-2017 银行股价大概率上涨” 的判断，并在230 页干脆就给出了代码：

还聊什么呢？

其实还可以说一件郁闷的事情，让大家开心一下：在我写完《手2 》的时候，真动过心思，想把正处于管理层动荡的民生银行H 股，换成《手2 》主角工商银行的H 股。后来又有点犹豫，怕担上卖书鼓吹读者抬轿的嫌疑，就忍了。如果当时换了，今年就是左招行右工商，前腾讯后海康，茅台挂在正中央，人挡砍人，妖挡斩妖的格局！唉，就这样，失去了一次冒充股神的良机，哭死……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当前，简单的说，招商银行仍然一切均好，不良率连续下降，已经可以有拨备反哺利润的腾挪空间了。而招商H 股价仍然低于招商A 股约7% 。我可能会在招商H 股价超过招商A 股5%~10% 的时候动手搬砖，如果没有，就继续傻坐。对于银行，最简单的估值就是市净率估值，招商银行的品牌和管理，足够我给予一定的溢价，看高到近2 倍市净率位置。

民生的三季报，显示情况也在好转中，新不良生成率下降，逾期贷款率降低。虽然还是比招商差不少，仍处于砍同业、缩规模的阵痛中。但由于当前H 股股价仅仅7.55 港币，折合人民币6.42 元，相对于每股净资产9.89 而言，是打65 折促销—— 招商H 股1.46 倍市净率，招商A 股1.56 倍市净率。依然是手2 里的观点，我认为市场恐慌过度，民生股价必将修复到至少115% 净资产以上位置，但时间无法预测。

接着说国投电力。

持有国投的核心在于，你认为今年不赚钱，甚至明年还不赚钱的火电厂，到底是包袱还是资产？如果认为短期亏损的火电厂，会拖累每股收益，是股价的包袱，那么持有国投不如持有川投。如果认为今日亏损的火电厂是资产，今天亏的都会在未来补偿回来的，那么持有国投优于川投。简单的说，国投就是一个水电兜底，赠送火电看涨期权的权益组合。

对于两投而言，当前潜在利好有：① 煤电联动，上调标杆电价，减少火电亏损的同时，增加水电盈利。这个是公开政策，只要发改委不耍赖，2018 年元旦，标杆电价就应该上调，由此将给国投带来水电和火电两大板块盈利的同时增加；

②2017 年10 月19 日，发改委和能源局联合发出《国家发展改革委 国家能源局关于促进西南地区水电消纳的通知》，推出11 条政策，力争“十三五” 后期川滇两省不再新增弃水问题，要在“ 十三五” 期间新增四川送电能力2000 万千瓦以上、新增云南送电能力1300 万千瓦以上，确保水电送出通道需求。这是长期利好，消纳是水电的关键，多卖的每一度电，都几乎是纯利润；

③ 国家能源局9 月份推出征求意见稿，准备延续2017 年到期的大水电增值税退税政策，对国投而言，100 万千瓦以下的电站，增值税税率由17% 降为 13% 。 100 万千瓦以上的电站，增值税实际税负超过 12% 的部分即征即退政策再延续三年到2020 年底。该政策若能通过，也会增加国投未来三年的净利润。

以上几只股票，占老唐全部持仓约八成，另外，腾讯将在11 月15 日发三季报。剩余的双汇发展、信立泰、粤高速B 和海康威视四只，合计占

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

约10% 仓位。在今日同时推送的下篇里，这四家也一锅炖了。

乱炖三季报（下）

原创 2017-11-01 唐朝 唐书房 唐书房

上篇说了洋河、古井贡、招商银行、民生银行、国投电力的三季报，下篇接着聊其他几只。

双汇

查了一下记录，我的双汇，最初是在2016 年4 月8 日买入的，看复权价格，应该是17 元多。后来陆陆续续又追加了少量。最后一次追加，是今年6 月14 日，成交价应该在22 元出头。

财报分析方面，前面老唐已经写过它，三季报就不扯那么细。整体来说，杀猪卖肉都多了，但由于猪肉价格下跌，营业收入略降。营收下降对于双汇而言不重要，高进高出营收高，低进低出营收低。但经济学规律告诉我们，低进低出销量会增加（猪肉价格下降，人们消费猪肉的欲望和能力增加），公司利润会增加。

从财报数据上说，前三季度扣非净利同比-1.15% ，其中第三季度扣非净利同比增长19.3% 。前三季度净利润31.5 亿，经营现金流净额44.5 亿，净资产回报率23.16% 。第三季度全线环比上升，这就是老唐在《 蛰伏者双汇 》一文里谈到的，一旦万洲国际对现金的需求没那么迫切了，双汇就会龙抬头。

从定性的角度概略说，双汇的投资逻辑其实挺简单的：中国作为世界最大的猪肉消费国，消费习惯是根深蒂固的。而双汇是业内最大的巨头，无论是规模优势，还是历史证明的成本控制能力，都是拿着望远镜也看不见对手，不应该才值500 多亿市值（老唐买入时）。

这是个苦B 的行业，靠着规模和高周转，双汇构建了一个低毛利率的市场环境，外来资本一般没有兴趣或者胆量进入这个艰辛的市场拼杀。恰好因为这样，双汇才能持续给股东带来高净资产回报率。在杀猪卖肉的运营和成本控制方面，全国，下一步可能要说全球，都没人比得上以万隆老爷子为首的这个团队了。

未来的看点，就是消费升级+ 挤压同行。所谓消费升级，指人们将从吃无品牌的菜市场所谓“ 新鲜” 肉，升级为吃超市里有品牌的“ 冷鲜”肉。从吃街边卤煮摊的烧腊肉，到吃工业化生产出来的更有质量保证的肉制品；

所谓挤压同行，就是利用规模优势，利用上市公司知名度优势，利用双汇品牌优势，利用冷链运输优势，利用中美猪肉不同周期不同价格的低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成本，不断切入目标市场，抬高食品安全门槛，抬高规模门槛，抢夺地方屠宰场、肉联厂的市场。把市民从菜市场肉摊上，拉到超市的肉柜前。

总体来说，是一架小印钞机，商业模式是手手清。400 亿规模的销售，应收账款就1 亿出头，不到1 天的销售额，相当于是9 月30 日中午送的货，下班前还没来得及收到钱，其他货款均已收到，大致就是这么个样子。

今年前三季度31.5 亿净利润，去年四季度营收135 亿，净利润约12 亿。以当前生猪下降趋势看，四季度维持三季度单季同比增速是可以期待的，也就是说，今年年报净利润应该可以达到46 亿以上，对应当前不到870 亿市值，市盈率不到19 倍，依然处于合理偏低位置。

信立泰

信立泰，经营形势和3 月份发表《 投机者信立泰 》一文的时候，差不多，盈利稳定。按照三季报预告，全年净利润约14~15 亿之间，对应当前370 亿市值，市盈率约25 倍。

关于信立泰的买进，在《投机者信立泰》一文，老唐也分享过，是2016 年1 月28 日，在信立泰240 亿市值，大约22~23 元之间买进的。纯运气，撞上个最低点。在今年的8 月27 日发表了《信立泰中报分析》一文，并得出值得买入的结论后，次日在30.2 又补了一点（在书房实时分享过），又狗屎运，买到近期一个低点。其买进位置选择准则，在《投资者信立泰》里详细阐述过。今年8 月27 日买进，依然用的是该准则。

了解信立泰，建议阅读《投机者信立泰》一文。三季报和该文里的相同部分，老唐就不写了，说点不同的。三季度营收增速13.85% ，明显提速。受益于主力产品氯吡格雷重回广东市场，阿利沙坦进医保目录，比伐卢定放量（这几个因素，在《投机者信立泰》中都写过），公司销售费用大增38.73% ，强力推广中，后期继续放量是可以期待的。

同时，同样在《投机者信立泰》一文中谈到的“ 替格瑞洛” 专利，本月又被信立泰挑战专利成功（信立泰在专利法方面的经验和人才，也是企业核心竞争力啊！），国家知识产权局专利复审委员会宣告原研厂家在中国申请的替格瑞洛化合物专利无效。这样，信立泰首仿替格瑞洛就不用等待2019 年12 月2 日原研化合物专利到期，进度又可以提前了。关于替格瑞洛的介绍，参看《投机者信立泰》一文。

以上因素，加上氯吡格雷一致性评价进展顺利，虽然只有5% 左右的净利润增长，股价依然在近期走的比较坚挺。但由于医药行业研究难度太

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

大，老唐不打算继续拓展对医药行业的学习和资料搜集，故对信立泰的态度是不加不减，继续持有中。

粤高速B

粤高速覆盖的很偶然。今年7 月16 日，偶见有人转发粤高速中报，随手翻看一下，发现有肉。于是7 月17 日早上就6.2 港币追进去（在唐书房和雪球均有实时分享）。当时有位朋友说我是追高（确实是历史新高位置），老唐还回答他：“ 是追高还是抄低，要取决于你比较的对象是企业价值还是历史股价”



唐朝

来自雪球 发布于07-17 09:52

老唐又搞了点港币，今天来当轿夫

成交日期	合同编号	证券代码	证券名称	操作	成交均价
20170717		200429	粤高速B	买入	6.200
20170717		200429	粤高速B	买入	6.200
20170717		200429	粤高速B	买入	6.200
20170717		200429	粤高速B	买入	6.200
20170717		200429	粤高速B	买入	6.190
20170717		200429	粤高速B	买入	6.190
20170717		200429	粤高速B	买入	6.190

这是个比较简单的公司，一句话就可以说完：此山是我开，此树是我栽，要想从此过，留下买路财。偏巧这座山头所处地势，来来往往的客商挺多，于是山寨合伙人过的蛮滋润。买进的逻辑，随后就在书房发表了题为《一尺跨栏粤高速》的文章，感兴趣的可以翻阅。

前三季度，公司净利润12.78 亿，同比增长60.23% 。扣非净利10.26 亿，同比增长58.5% 。全年预计15~16 亿净利润，对应当前不到130 亿市值（7.15 港币），依然属于偏低位置。适合当债券拿着收红利—— 当前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价格对应着约8% 的股息率。注意，老唐说的是粤高速B ，不是粤高速A 股。A 股要比B 股贵40% ，买A 显然不是理性之举。

海康

海康，自今年五一首次覆盖，发表了《王者海康》四篇文章后，5 月2 日买进1% 后，股价就一直飚一直飚，半年涨了70% 。实在是郁闷无比，不想多说了。就补充两句：① 目前正是海康的估值切换期，由安防企业向AI 之眼切换，不能理解这一点，就无法理解海康的强势上涨。② 未来的海康不仅会发展新客户，还会把它的老客户通通再啃一遍。海康的市场空间，很可能比现在所有研究报告看到的都要大。

最后提醒，今天除了新股，另外还有不需要现金、不需要市值即可参与的免费摇奖活动：申购金禾可转债。买入“072597” ，价格100 元，每个身份证可以买入100 万元的。不同券商显示的买入手数不一样，你不管三七二十一，直接买入“ 全部” 即可。让券商也知道知道你多么有钱，多么任性，多么的挥金如土…… 。

文末再次通知：昨天唐书房购买了“ 号内搜” 服务。今后，你可以凭借你记得的任何关键词，在书房里搜索寻找历史文章，不用再去翻的老眼昏花。号内通菜单放在原来的“ 书房福利” 菜单位置，点击进去就可以搜索。也可以向书房发送关键词“ 号内搜” 提取搜索界面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20171108 财报印象系列回顾

在去年的年终总结《 老唐的2016 》一文里，老唐写过这样一段话：

2017 年，老唐希望能继续拓展自己的能力圈，将目光放在白酒、银行和水电之外的行业，看看有没有自己能够理解的企业，有没有自己能够把握的机会，有没有能够继续深度研究并分享的新对象。

我始终相信深度研究创造价值，在深度的前提下寻求力所能及的广度，相信不怕慢只怕站，日拱一卒，就会不期而至。

正是在这样的想法驱动下，从今年1 月18 日第一家上市公司开始发布年报起，老唐陆陆续续翻看了不少其他行业财报，并在唐书房里写了浅印象和财报印象系列文章。其中浅印象基本上就是看看年报摘要就可以排除的、明显没有投资价值的企业。

而财报印象则是从年报摘要看，觉得有阅读价值的企业，或者干脆是书房读者点杀的企业—— 对于这些企业，老唐以前基本没有什么研究，仅仅根据一两日内财报阅读结果，做出估值及投资与否的结论。

眨眼十个月过去了，对于投资跨度而言，不算长也不算短。今天有点空闲，就用文章估值和市场股价走势做个对比，看看依据一份财报的阅读，能否做出中短期大体靠谱的投资或不投资决策，也算是对这10 个月在企业分析上的一个总结吧！

下面按照靠谱篇和打脸篇来分类回顾，两类均按照文章发布时间先后顺序排列。其中白酒、水电和银行三类，属于过去有相对深度研究的类别，此处不做收录。

靠谱篇

1 ）丽江旅游 ，来自2017-3-6 《 年报浅印象11 》。

文章结论 ：市值62 亿略贵。合理估值50 亿。

投资决策 ：不买。

股价走势 ：文章发布日市值62 亿，今日市值50 亿（11 月8 日午间，下同），跌幅19.4% 。期间最高市值66 亿，最低市值49 亿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2 ）**宋城演艺** ，来自2017-3-13 的《 年报浅印象12 （上） 》、《 年报浅印象12 （下） 》及2017-3-15 的《 聊聊宋城定增方案 》。

文章结论 ：除六间房以外的部分，有可信的潜在成长能力，价值200 亿，六间房难以估值。若能跌到240 亿市值，才值得开始买入。

投资决策 ：买入观察仓（当前观察仓继续持有中）。

股价走势 ：文章发布日市值300 亿，今日市值295 亿，跌幅1.7% 。期间最高市值319 亿，期间最低市值263 亿。

3 ）**伟星新材** ，来自2017-3-20 《 伟星新材年报浅印象（上） 》和《 伟星新材年报浅印象（下） 》。

文章结论 ：伟星的合理估值在152~190 亿之间，当前恰好处于合理估值的下限，适合持有。对买入决策，则缺乏足够吸引力的获利空间。

投资决策 ：买入观察仓（已经于7 月14 日190 亿市值卖出，换入双汇，见7 月14 日书房推送）。

股价走势 ：文章发布日市值152 亿，今日市值182 亿，涨幅19.7% 。期间最高市值196 亿，最低市值152 亿。

4 ）**信立泰** ，来自2017-3-21 《 投机者信立泰（上） 》、《 投机者信立泰（下）》 及2017-8-27 《 信立泰中报速读 》。

文章结论 ：继续持有原240 亿市值是买入的部分。当信立泰触及23 倍以下市盈率的时候，构成买点。合理估值应在400~450 亿之间。

投资决策 ：继续持有。（至今持有4%+ 仓位。期间在触及22 倍市盈率的30.20 元加了仓，见2017-8-28 书房推送）

股价走势 ：文章发布日市值294 亿，今日市值392 亿，涨幅33% 。期间最高市值404 亿，最低市值290 亿。

5 ）**双汇发展** ，来自2017-4-5 《 蛰伏者双汇（上） 》和《 蛰伏者双汇（下） 》。

文章结论 ：① 近年来的高分红、低增长是逼不得已，当大股东还账现金压力变小的时候，双汇将重拾增长；② 双汇的管理和规模，构成企业护城河； ③ 肉制品行业增长空间挺大；④ 行业内没有构成威胁的竞争对手；⑤ 未来亚美欧三大洲的协同效应，还有深挖的潜力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资决策 ：继续持有，有钱追加。

（当前继续持有4%+ 仓位，期间有少量追加）

股价走势 ：文章发布日市值703 亿，今日市值926 亿，涨幅31.7% 。期间最高市值943 亿，最低市值645 亿。

6 ）海康威视 ，来自2017-5-1 《 王者海康① 》、《 王者海康② 》、《 王者海康③ 》和《 王者海康④ 》。

文章结论 ：所有读过财报的企业当中，唯一一家后悔覆盖晚了的企业。海康具备强大的核心竞争力，并至少还有三大潜在增长点。

投资决策 ：买入（第一时间买入了1% 仓位，一者满仓没钱，二者贪心更低买入价。后期有不值一提的几百股追加，无法掩盖2017 年投资的最大憾事）。

股价走势 ：文章发布日市值2217 亿，今日市值3756 亿，涨幅69.5% 。期间最高市值3784 亿，最低市值2121 亿。

7 ）长安B 股 ，来自2017-6-5 《 长安汽车浅印象（上） 》和《 长安汽车浅印象（下） 》。

文章结论 ：无法确定其利润的持续性。但相比A 股，长安B 价格折扣较大，具有安全边际。

投资决策 ：少量买入长安B （实际于6 月15 日买入约1% 仓位长安B ，后微利3% 抛出，换入古井贡B 。见9 月14 日书房推送）

股价走势 ：文章发布日，长安B 股市值430 亿，今日市值415 亿，跌幅3.5% 。期间最高市值441 亿，最低市值388 亿。

文章发布日，长安A 股市值653 亿，今日市值647 亿，跌幅1% 。期间最高市值737 亿，最低市值644 亿。

8 ）雅戈尔 ，来自2017-6-24 《 生人勿近雅戈尔（上） 》、《 生人勿近雅戈尔（中） 》和《 生人勿近雅戈尔（下） 》。

文章结论 ：服装举步维艰，地产没有空间，只有投资是唯一希望。但雅戈尔的投资业务操盘者，风格飘忽、逻辑难懂，投资雅戈尔有巨大的赌运气成分。合理估值378 亿，当前市值365 亿，无投资价值，上涨下跌靠博傻赌运气。

投资决策 ：不买。

股价走势 ：文章发布日市值365 亿，今日市值347 亿，跌幅5% 。期间最高市值397 亿，最低市值339 亿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

9 ）粤高速B 股 ，来自2017-7-20 《 一尺跨栏粤高速 》。

文章结论 ：显而易见的便宜。

投资决策 ：买入。（6.2 港币追高买入1%+ 仓位，见7 月17 日推送。文章发布在买入后的第三天）

股价走势 ：买入市值110 亿，今日市值127 亿，涨幅15.8% 。期间最高市值130 亿，最低市值110 亿。

10 ）腾讯控股 ，来自《 散打投资 》系列多篇文章。

文章结论 ：前景广阔，值得买入。

投资决策 ：买入。（在197 港币~280 港币之间，多次少量买入，平均买入位置约在270 港币，至今持有仓位9%+ ）

股价走势 ：首次买入市值15950 亿，今日市值31500 亿，涨幅97.4% 。期间最高市值32184 亿，最低市值15130 亿。

打脸篇

1 ）晨鸣纸业 ，来自2017-2-22 的《 年报浅印象9 》。

文章结论 ：这是一家颇为复杂的公司。高手才能投，普通人还是闪避为上。复杂点主要有2 ：1. 业务多而杂；2. 融资成本和金融工具复杂。

投资决策 ：不投。

股价走势 ：文章发布日市值236 亿，今日市值334 亿，涨幅41.5% 。期间最高市值390 亿，期间最低市值197 亿。

打脸原因 ：不懂造纸行业周期，未能预测出产品价格上涨。

2 ）老板电器 ，来自2017-4-16 《 像老板那样投资 》。

文章结论 ：有财务疑点，不能理解核心竞争力，回报不具备足够吸引力。

投资决策：不投。

股价走势 ：文章发布日市值386 亿，今日市值458 亿，涨幅18.7% 。期间最高市值470 亿，最低市值357 亿。

打脸原因 ：不能理解厨电厂家如何能抵挡其他电器类巨头参与竞争。

3 ）白云机场 ，来自201-10-21 《 岭上白云有疑点（上） 》和《 岭上白云有疑点（下） 》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

文章结论 ：这不是一家可以放心持有的公司，回报不足以吸引人。

投资决策 ：不投。

股价走势 ：文章发布日市值271 亿，今日市值308 亿，涨幅13.8% 。期间最高市值314 亿，最低市值267 亿。

打脸原因 ：市场比老唐更看好新航站楼投产后的收益和增长。

总体里看，在上半年自驾游96 天，下半年装修房子的时间安排下，今年书房读财报，涉及到13 家企业，做出的估值和投资决策，**10 家基本靠谱，占比77% ；3 家被打脸，占比23%** ，大致来说，基本满意，over ！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20171116 看不见边际的腾讯

看不见边际的腾讯（上）

先说结论。老唐本文的结论是： 上市14 年来股价涨幅超过500 倍、今年年内实现翻倍有余、当前股价383 港币，市值近3.1 万亿人民币的腾讯控股，依然不贵 。全文较长，超过7000 字，分为上下两篇推送。

老唐用“ 看不见边际” 做标题，有两层含义，一是腾讯控股老是“ 偏贵” ，找不到下手的“ 安全边际” ；二是腾讯的增长空间广阔，虽然已经超过三万亿市值，但依然无边无际。

在8 月12 日发表的《散打投资8 》里，老唐曾写下这样的文字：

在股市投资中，经常见用当前股价和历史高低点对比，从而得出便宜或贵的思维模式，这是我们大家有意无意自带的一个心理误区。这个错误不干掉，一不小心可能会坑杀我们不少财富，或者让我们错过不少财富。一家企业便宜还是贵，跟它过去曾经到过多少市值完全没有关系，只跟它当前及以后的盈利能力有关。

如何对成长进行估值，一直是习惯捡便宜货的夹头们头痛的难题。我们经常会遇到一些不错的企业，我说的不错的意思，一般至少包括三个标准：① 净资产收益率高，② 净利润含金量足，③ 维护原有盈利能力所需资本少，且新增资本投入也可获得较高的净资产收益率—— 但很痛苦的是，市场绝大多数时候不傻，这些好企业，经常处于估值和股价的“ 高位” 。

是的，曾经的你我，追涨杀跌，跟随市场先生的情绪而动，账户数字见证着亢奋和亢奋过后的一地鸡毛；后来的你我，拒绝追涨杀跌，特意回避着舞台的聚光灯，只在那些被人遗忘的角落里默默翻寻。然而，却经常因为贪图莫须有的折扣，等待莫须有的回调，一路吮着指头旁观心仪的企业绝尘而去。

这是一种心魔，一种对追涨杀跌的矫枉过正。说“ 拒绝追涨、拒绝杀跌” ，看上去貌似非常谨慎、冷静，很有价值投资者客观、不受市场气氛诱惑的风范，也很容易用“ 错过，说明我不该赚这笔钱” 来轻易的原谅自己。然而，这种想法里，实际上隐藏着一种“ 以历史股价为标准，去评估企业是否有投资价值” 的错误思想。

今天的我认为：一味地拒绝追涨/ 杀跌，同样是个误区。 真正的境界，是忘记历史股价，永远在市值与价值之间对比抉择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这种感悟，可以套用被用滥的禅宗境界说法：参禅之初，看山是山，看水是水；禅有悟时，看山不是山，看水不是水；禅中彻悟，看山仍是山，看水仍是水—— 参禅之初，追涨杀跌；禅有悟时，拒绝追涨杀跌；禅中彻悟， 即追涨也追跌，即杀跌也杀涨 ，一切取决于企业内在价值与市值差。

腾讯，无疑又是一家这样的企业。回看历史股价，自从度过3Q 大战危机后（虽然直到2014 年2 月24 日，最高人民法院才判360 败诉并赔偿腾讯公司500 万元，但3Q 大战事实上在2010 年11 月20 日工信部公开发文通报批评双方，并勒令停战时，从经营层面结束了。在2011 年内，腾讯完成了对3Q 大战的反思，并做出了生死攸关的战略大调整后，从战略层面也结束了—— 后文会谈），腾讯的股价再也没有产生过超过30% 的调整。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上面是自2011 年12 月至今的腾讯股价月线截图，最大的两次股价调整（图中红圈），一次发生在2014 年3 至5 月，从最高到最低-28.4% ；一次发生在2015 年4 月至8 月，从最高到最低-27.5% 。

而自从老唐去年下半年开始关注腾讯后，仅有的两次小调整，一次发生在红色方框处，从最高220.8 调整到最低179.6 ，幅度18.7% 。老唐的首次介入，就在此处，197.3 港币上车；另一次发生在蓝框处，新华社、人民日报等主流媒体全面抨击王者荣耀，产生过最大从288.4 港币到260.4 港币的调整，幅度近10% ，老唐的后期追加，基本都发生在这个蓝框内。

然而，是加到低点的人英明，还是有钱就买的朋友英明呢？从股价来说，回望历史，后者英明；老唐今天想说的是：就是展望未来，很可能也是后者英明。

做出这样的结论，依据可能有两种：一种是因为历史一直涨，所谓认为随时买都是对的；另一种是认为即便是历史新高的市值，相对于腾讯的盈利能力而言，依然是低估的。

两种依据做出的结论看上去是一致的，似乎都是山是山，水是水，但前者可能是参禅之初，后者则是禅中彻悟，至于因为股价历史新高而放弃参与，或许算禅有悟时吧！

下面，老唐来阐述为何我认为当前超过3.1 万亿人民币的市值仍然是低估的。

首先来看腾讯的资产组成，将2017 年三季报简化，我们可以得出下图，腾讯公司总资产5136 亿，由三大类组成，分别是：1821 亿类现金资产，2377 亿投资资产和938 亿经营资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



其中现金及等价物、受限制现金、定期存款、预付款等几个科目归入类现金资产；对联营公司的投资、对联营公司可赎回工具的投资、对合营公司投资、可供出售金融资产、其他金融资产等几个科目，归入投资资产；剩余部分归为经营资产。

公司负担的有息负债为1387 亿，该负债与1821 亿类现金资产，可以看作是跨时间、跨空间的套利行为，差额434 亿为净现金。

老唐要说第一个重要结论了： 当前，腾讯控股的年净利润，主要由占比18% 的938 亿经营资产所创造。账面价值超过经营资产250% 的投资资产，尚未在利润表上体现任何收益。

以三季报为例，公司2017 年前三季度营业收入1714 亿，其中互联网增值服务带来营业收入1140 亿，同比增长45% ，网络广告带来营业收入281 亿，同比增长50 % ，其他收入293 亿，同比增长172 % 。上述业务上半年共计带来净利润507 亿，同比增长66% （全年预计带来净利润近700 亿，同比增长70% ）

其中互联网增值服务指游戏、直播、视频及音乐数字内容及虚拟道具收入；网络广告收入指腾讯新闻、腾讯视频、微信公众号及朋友圈广告等；其他收入主要是支付相关服务和腾讯云服务的收入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

那么，我们来盘点一下，除了以上产生收入和利润的业务之外，腾讯还有迄今为止没有计入利润表，没有产生收入和利润的业务，账面价值高达2377 亿的资产，都是些什么，未来每年可能为腾讯带来多少净利润。

在账面价值2377 亿的投资资产中，对联营公司投资和可供出售金融资产两大块是核心。前者有1049 亿，后者1240 亿，合计2289 亿，约占投资类资产总额的96% 。

对联营公司的投资，根据2016 年年报披露，其2015 年和2016 年体现在利润表上的投资收益分别是-82.29 亿和-22.87 亿。是的，腾讯对联营公司的投资，2015 年净亏损82 亿多，2016 年净亏损22 亿多，大致可以预测，等2017 年年报出炉的时候，或许亏损额会减少，甚至可能会转正，但相对于腾讯700 亿的年度净利润而言，微不足道。

高达1240 亿的股权投资，其中包括523 亿的上市公司股权和698 亿的非上市公司股权，被腾讯归入到可供出售金融资产。我们一起温习《手把手教你读财报》82 页关于可供出售金融资产的阐述：可供出售金融资产用买入成本入账，持有期间的分红和减值准备计入利润表，股价波动不计入利润表。

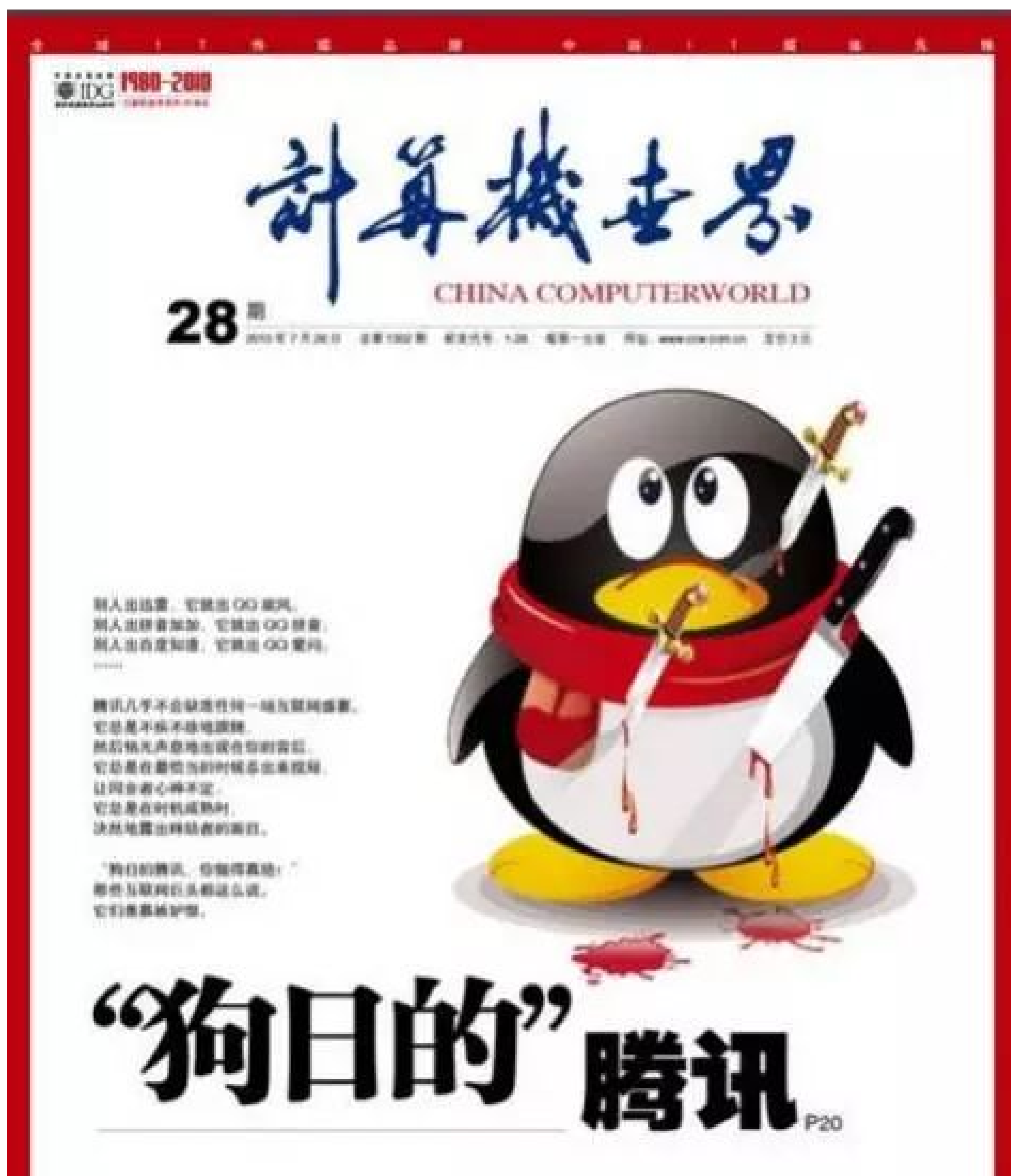
这些投资的发生，以3Q 大战结束为分界线。3Q 大战结束时的2010 年底，腾讯的投资资产总额仅有不到53 亿，占资产总额比例不足15% 。从53 亿发展到2377 亿，从不足15% 提高到超过46% ，腾讯在过去六年多里发生了天翻地覆的变化。

这一切都来自于小马哥对那场生死攸关之战的思考结论： 腾讯的社交平台（包含那时的QQ 和后来的微信）不应该被定位于摇钱树，而应该是种植摇钱树的土壤。

中国社科院信息化研究中心秘书长姜奇平曾评价说：“ 能否出现这种认识上的飞跃，是互联网百分之一的幸存者和万分之一的幸存者之间的分水岭。”

在3Q 大战之前，腾讯是做产品的，要靠与其他产品竞争，去留住乃至争取新用户，并从用户的增长和使用中获取成长和安全感。所以，那时的腾讯是“ 狗日的腾讯” ，是不给人活路的腾讯，但凡看见谁家的产品好，腾讯就迅速跟进一个，并依赖QQ 的巨大黏性，推送自己的，挤死对手的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



细想起来，这貌似犀利的进攻，其本质是一种看家狗式的防守思维，目标是保住已有客户。好比隔壁家进了新鲜货吸引到客户的注意力，腾讯就迅速抄袭一个，然后抛抛媚眼儿，甩甩水袖：“ 爷，咱这儿也有，货色马马虎虎都差不多，何必还要费事出门左拐呢，哪儿玩不是玩，就在俺们家炕上待着呗！”

然而，人类的欲望是无限的，总有你无法覆盖到的需求。周鸿祎在他的自传《颠覆者》里有句话，我挺赞同的，他说：“ 互联网是不断变化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的，经验往往是靠不住的。你必须随时处于归零状态，从用户角度出发，随时把握用户新的需求” 。

这意味着，只要你是个做产品的，无论如何，一定会有更新鲜或者更厉害的产品出来，你总是不断的归零，一次次地重新站回起跑线的位置，去面对新的需求，去迎接对手的挑战。这些对手，可能是看得见的，也可能是看不见，如同《失控》一书的作者凯文. 凯利告诉小马哥的：“ 你的竞争对手并不在你现在的名单上” 。

在3Q 大战后，腾讯高层经过了深刻的反思，理解了QQ （含以后的微信）这种建立在底层通讯录上的社交网络，不应该是腾讯的摇钱树，而是腾讯未来的摇钱树赖以生存的土壤。腾讯没有必要向享受QQ （微信）服务的人收费，只要尽最大努力让用户满意，让用户待在上面就足够了。

然后，通过这样的底层关系链，腾讯成为了一个连接平台，连接人与人，连接人与物，连接物与物，并提供结算服务，如同一个城市、一个国家或者一个星球。这个城市、国家和星球，并不需要住户为生存于此付费。

任何住户，活着就有需求需要被满足。同时，任何提供新服务或新产品的商家，都需要去寻找自己的服务对象。腾讯只需要张开自己的怀抱：come on baby ，你要找的用户都在我这儿，你只需专心做好服务就行，我帮你链接到他们。

此时，腾讯没有对手，放眼望去，全是合作伙伴或潜在的合作伙伴。腾讯不用再去担心别人有新鲜玩意儿吸引了客人注意力，反而希望有越来越多的用户需求被挖掘、被满足。当这些新需求被挖掘和满足的时候，腾讯伴随着服务或产品提供方一起成长了，使得平台上的爷（用户）们满意度更高了。用户满意度提升，就是平台的价值增加。

此时，腾讯不再需要遏制做产品或服务的对手了，反而可以去扶持壮大各种有前途的产品或服务，只要它们能够让社交平台上的爷们更舒服、更满意。

于是小马哥发现了，产品创新不一定要自己做，完全可以通过投资来完成，而且围绕用户需求的投资越多，平台的价值就越大，因为一切产品（服务）最终都增加了平台的价值。而这已经足够大且越来越有价值的平台，却是趋于零成本且免费送给用户的，根本不需要担心竞争。

这个战略一变，腾讯成为了互联网的环境，成了土地、空气和水源，大家站在这片土地上去争取客户，无论是老欲望还是新欲望，无论由谁去

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

满足，都不妨碍腾讯从胜利走向胜利。于是，腾讯开始用自己的流量优势和资金优势，去投资和扶持曾经被视为“ 对手” 的企业了。

六年多来，腾讯增加了超过2300 亿的对外投资，都投了些什么，未来又会给腾讯带来那些改变呢？请接着阅读今日次条。

看不见边际的腾讯（下）

原创 2017-11-16 唐朝 唐书房 唐书房

腾讯这六年多来，新增超过2300 亿的对外投资，究竟投了些什么呢？以下是老唐根据财报及网络资料整理而成的、腾讯自营和投资领域的不完全名单。其中加红部分，是现在产生利润表收入和净利润的业务单元：

社交社区

自营： QQ 、QQ 空间、微信；

投资：知乎、快手、开心网、Snapchat 、same 、呱呱、kaokao （韩国）、朋友印象……

娱乐休闲

自营： 腾讯游戏、微信游戏、王者荣耀、腾讯影视、腾讯动漫、腾讯音乐、QQ 阅读 、腾讯体育；

投资：新丽传媒、华谊兄弟、未来电视、优扬传媒、盛世光华动漫、柠萌影业、原力动漫、微影时代、猫眼电影、创业邦、喜马拉雅、暴雪、Riot （英雄联盟）、乐逗、斗鱼TV 、龙珠直播、天逢网络、supercell （芬兰）、文化中国、爱拍原创、未来电视、B 站、酷狗、酷我、阅文集团……

金融支付

自营： 微信支付、QQ 钱包、财付通、理财通 、腾讯征信、腾讯乐捐、腾讯自选股、腾讯基金；

投资：微粒贷、微车贷、人人贷、华泰证券、好买基金、富途证券、中金公司、微民保险、众安保险、英杰华人寿、和泰人寿、水滴互助、轻松筹、微众银行、邮储银行……

互联网科技

自营： 腾讯云、TIM 、QQ 邮箱、微信企业号、微信. 搜一搜、微信订阅号、QQ 订阅号、腾讯新闻、天天快报、腾讯网 、QQ 浏览器、应用宝；

投资：搜狗、猎豹移动、华扬联众、DNSpod 、EC 营客通、知道创宇、创业邦、zealer 、手机搜狗……

电商物流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

自营：无。

投资：京东、美丽说、每日优鲜、口袋购物、好乐买、楚楚街、买卖宝、汇通天下、人人快递、蜂鸟配送、美团配送……

交通出行

自营：腾讯地图、i 车、路宝盒子、车联app ；

投资：易鑫集团、易车、滴滴出行、Lyft 、摩拜单车、蔚来汽车、特斯拉、四维图新、人人车……

系统工具

自营：腾讯wifi 管家、腾讯电脑管家、腾讯手机管家、天天p 图、刷机大师；

投资：无。

学习教育

自营：腾讯精品课、腾讯课堂、小小Q ；

投资：新东方在线、微学明日、跨考教育、金苗网、疯狂老师、易题库、阿凡题……

医疗健康

自营：微信全流程就诊平台、糖大夫血糖仪；

投资：丁香园、挂号网、晶泰科技、妙手医生、卓建科技、好大夫、春雨医生……

旅游生活

自营：QQ 旅游；

投资：同程旅行、面包旅行、艺龙旅行、携程、我趣旅游、赞那度……

本地服务

自营：无。

投资：美团、大众点评、高朋、58 同城、乐居、e 家洁、e 袋洗、妈妈网、华南城、美家帮、王府井百货、新世界百货……

……

小马哥打造的企鹅帝国，比我的想象更大，已经触及到用户的衣食住行玩等方方面面。现在已经无法准确界定腾讯究竟是个干什么公司了。是个游戏公司，是个娱乐公司，是个即时通讯的公司，还是个金融服务公司？都是，也都不是。

对于腾讯究竟如何通过内部赛马机制，或者通过什么样的企业文化及竞争策略，将它做到一个年净利润数百亿的庞大帝国，坊间分析文章多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

了，老唐就不拾人牙慧了。

但是，无论是投资领域、媒体领域还是科技领域，对于腾讯“ 一边从事上述业务，换来源源不断的现金流，一边又将这些现金下注于移动互联网的未来 ” 这一操作手法，关注的都远远不够。

经营现有现金牛，然后利用产出现金投资更多现金牛，这手法是不是仿佛有点伯克希尔的感觉？如果看好移动互联网的未来（这个只需常识），但又无法预知那些企业能够最终胜出（这个商业能力要求很高），投资腾讯，实际是间接做了移动互联网界的VC 。

腾讯仿佛是一家靠现有业务兜底，并雇佣着一群在互联网及移动互联网领域里享有极高声誉和成功经验的人士担任管理合伙人（主要是下面这十几颗脑袋）的大型互联网投资基金。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（腾讯最高决策层“ 总办” 全体人员合影）

现在的腾讯，一年约700 亿的净利润，由上面加红的部分业务带来，这是兜底的部分。未来① 加红部分还有增长可能吗？② 没有加红的业务会产生收入和利润吗？—— 老唐认为，这两个问题的答案都可以斩钉截铁的回答Yes ！

比如增值业务，



上图蓝色曲线对应左坐标，为增值业务收入数据（最早分为互联网增值服务和移动电信增值服务披露。2001~2004 年，移动和电信增值服务是核心，占增值业务总收入的64%~83% ，之后逐步萎缩至10% 左右。2012 年起，两者合并为增值业务披露），单位亿元。

红色曲线对应右坐标，为增值业务占总收入比例，单位%—— 其中2017 年增值业务及总收入数据均直接采用三季报数据/3×4 模拟（下同）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一方面增值业务（主要是游戏相关收入）带来的营业收入额扶摇直上，而且有增长加速趋势。据著名市场研究公司Newzoo 的最新数据，2017年中国游戏市场在手游的带动下，预计规模超过275 亿美元，继续稳居世界第一，腾讯、索尼与暴雪占据游戏市场前三甲。

据海通证券测算，未来三年移动游戏平均增长率37.9%—— 鬼晓得这么精确的未来数据是怎么测算出来的。不去管它，反正，依照这游戏业界的发展和竞争状态，以腾讯游戏团队过往展示出来的竞争力，大致可以肯定，暂时看不见收入停滞的可能性。

三季报显示端游同比增长27% ，主要来源于《地下城勇士》和《英雄联盟》的增长；手游同比增长84% ， 《王者荣耀》、《魂斗罗：归来》、《经典版天龙手游》、《轩辕传奇手游》、《寻仙手游》、《乱世王者》继续演绎辉煌，本月新推出的《光荣使命》和《穿越火线：荒岛特训》预计成为未来的吸金利器。

除了游戏，腾讯视频也获得良好发展。三季度末，腾讯视频已经收获超过4300 万付费订户，成为中国规模最大的视频付费服务。

另一方面也应该注意到：增值业务在全部营业收入的占比是持续下降，伴随着越来越多新业务培育成熟顶上来，腾讯正在慢慢降低对游戏相关收入的依赖。

再比如广告业务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



广告业务占比稳定，三季报也取得了同比48% 的收入增长。广告收入额自2014 年开始有明显的增速提升态势。这是腾讯弹性较大的部分，是在用户体验与广告数量之间，寻求一种短期与长期的平衡。

就目前来看，无论是朋友圈广告，还是公众号广告，或者视频及其他应用广告，都有增加潜力，但腾讯比较克制—— 增速本来已经很可观了，没有必要太过牺牲用户体验。

插句题外话，腾讯9 月25 日给唐书房开通了“ 文中广告” 功能。老唐觉着文中插广告，怪怪的。而且这个文中广告内容是系统自动匹配的，老唐不知道腾讯会给插个啥东东，所以一直没用过。

今天说到这儿，正好借机测试测试文中广告长啥模样，会产生多大的点击率（先申明，没发出来以前，我不知道广告是啥主题。如果遇上少儿不宜内容，跟老唐无关哦）：

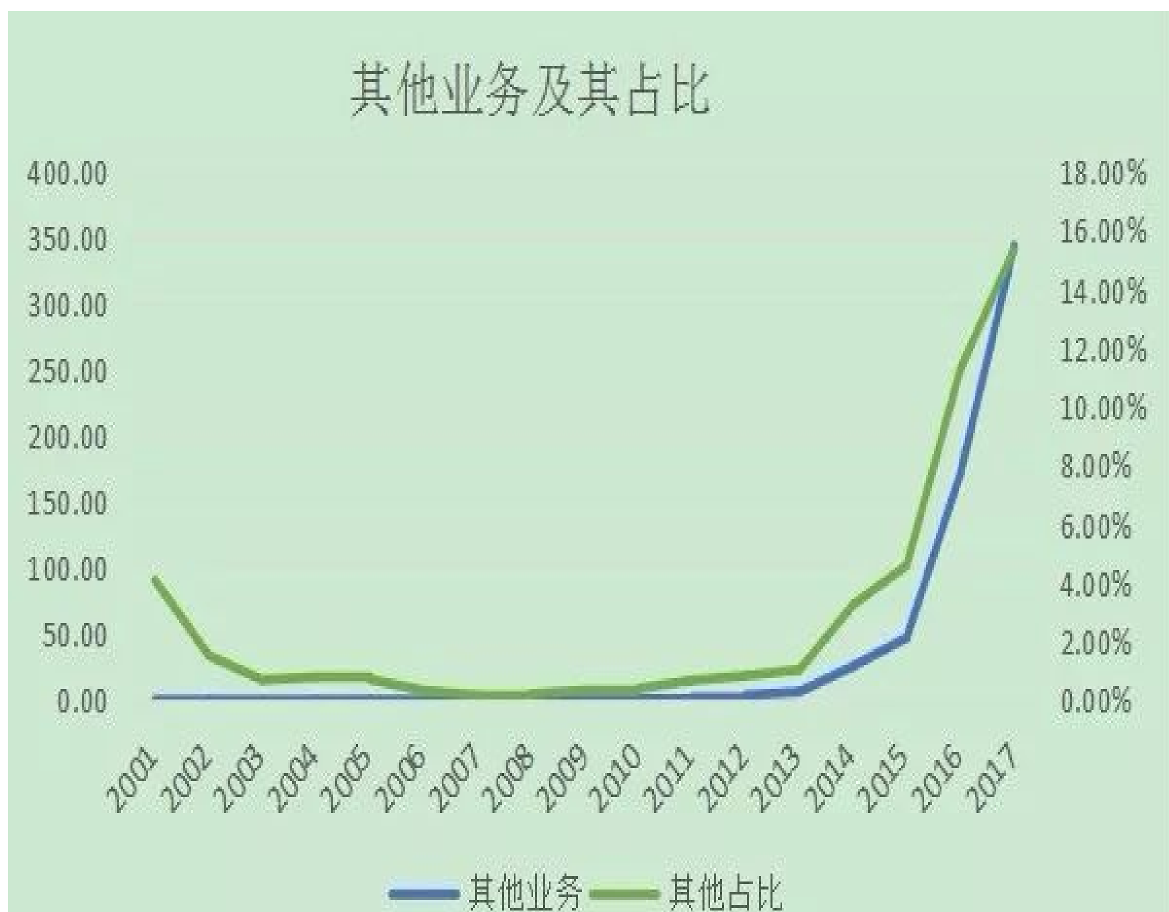
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

而其他业务，则是腾讯接下来快速增长的法宝。在过去十年里，其他业务营业收入同比增速最低70% ，最高超过300% 。截止2017 年三季度，其他业务营收已经近于追平网络广告营收。单看第三季度，其他业务120 亿营业收入，已经高过了网络广告的110 亿营收，增长势头非常明显。



同时，其他业务在总营收中的占比也直线上升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



其他业务，主要由支付相关服务、电视剧和电影投资以及腾讯云服务构成，其中增长确定性最高的是支付相关服务和腾讯云业务。

有超过9.8 亿微信活跃用户，以及超过8.4 亿QQ 活跃用户（有重合）作为基础，微信及QQ 支付适用场景不断扩大，三季报显示线下支付交易次数同比增长280% 。除电商场景下，占据淘宝天猫优势的支付宝依然遥遥领先以外，其他场景，微信已经追平甚至超越了支付宝。两强相争之下，中国的移动支付水平全球领先，目前处于逐步的深化过程中。

腾讯云服务，也是未来增长的法宝。国内云服务领域里，阿里云一家独大，腾讯云排名第二，紧紧跟随。伴随互联网与各行各业的全融合，云在数字时代，犹如电在工业时代。中国企业和个人的云化才刚刚起步，按照小马哥的看法，未来如同用电量在工业经济中的指标作用一样，用云量也会成为数字经济的重要指标。

在这个巨大的市场里，老二腾讯能否缩小和老大阿里的差距，或许还是疑问，但老大老二都能获得快速增长却完全可以看作板上钉钉的事儿。

其他业务，现在受限于规模还比较小，所以毛利率很低，毛利率仅仅20% （三季报数据）。伴随着规模的增长，营业收入增加的同时，可以预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

期，其他业务还将受惠于规模效应，提高毛利率和净利率，为营收和净利做出更大贡献。

增值服务、网络广告及其他业务综合起来看，过去三年的季度营收和净利润，无论是绝对额还是同比增速，不仅没有显出大象的呆滞，反而呈现明显的加速态势。



就在本月，腾讯的投资版图里，陆续有阅文集团、易鑫集团和搜狗搜索分别在香港和美国上市，均获资本市场热烈追捧，腾讯的投资布局陆续进入收获阶段。

包含阅文、易鑫和搜狗在内的，账面价值2377 亿的各类股权投资，如果抛开会计手法的不同，直接看透视盈余，每年究竟能给腾讯带来多少净利润？—— 透视盈余（look-through earnings ），巴菲特在伯克希尔年报的致股东信里常用的术语，意思是不管用什么会计手法处理，我持有某家公司X% 的股份，就享有该公司X% 的净利润（扣掉对应税收），不管公司是将利润分给我还是留存发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这个数据，实在超过老唐的计算能力了。只能揣测：现有经营资产账面价值938 亿，在QQ 和微信的土壤里，能给股东带来约700 亿的年净利润，而且还能有可观的增长。那么，另外2377 亿面值的投资资产里，同样有QQ 和微信土壤可以共享，会潜藏另一个700 亿吗？

这就产生了第二个重要结论，虽然它并没有数据推演，很可能只是模糊的正确：

我认为账面值2377 亿的投资资产，其利润创造力可能不低于现有年产700 亿净利润的经营资产，只是尚不知道它们什么时候能在利润表上体现出来。

或许这些子公司会通过经营盈利，回报腾讯的利润表，也或许根本不需要经营盈利，通过IPO 上市“ 视为出售部分股份” （港股财报内的“ 視同處置收益” ，腾讯三季报有35 亿该项收益），用投资收益来回报腾讯的利润表（参看《手把手教你读财报》91 页案例）。

若这个瞎猜能大体靠谱，哪怕盈利能力可以抵现有经营资产的1/3 或1/2 ，近3.1 万亿市值的腾讯，似乎也就不算贵了。

申明：腾讯是老唐的第三大持仓股，

故本文观点，或许有立场影响，

请勿仅依据本文作出投资决策……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20171124 三年三倍的背后

三年三倍的背后（上）

2014 年11 月25 日，雪球全面开放投资组合功能，老唐也在那一天建了一个实盘组合。开立组合的目的，是因为几乎不看盘，也很少开交易软件，但那时几乎天天泡雪球，组合可以很方便看到净值变动结果。所以组合建立时，就是按照真实持仓设置的—— 除了因雪球百分比不支持小数，比例会有小于1% 的偏差。

查阅了# 老唐实盘# 记录，2014 年11 月25 日建立组合时，持仓比例是：茅台55% ；招商银行21% ；民生银行19% ；泸州老窖3% ；国投电力2% ，合计100% ，作为净值1 元起步—— 面熟吧？当时的五只持股中，有四只依然是今天的主力持股。与那些周周挖出新黑马的高手相比，这种状态是不是无趣极了？

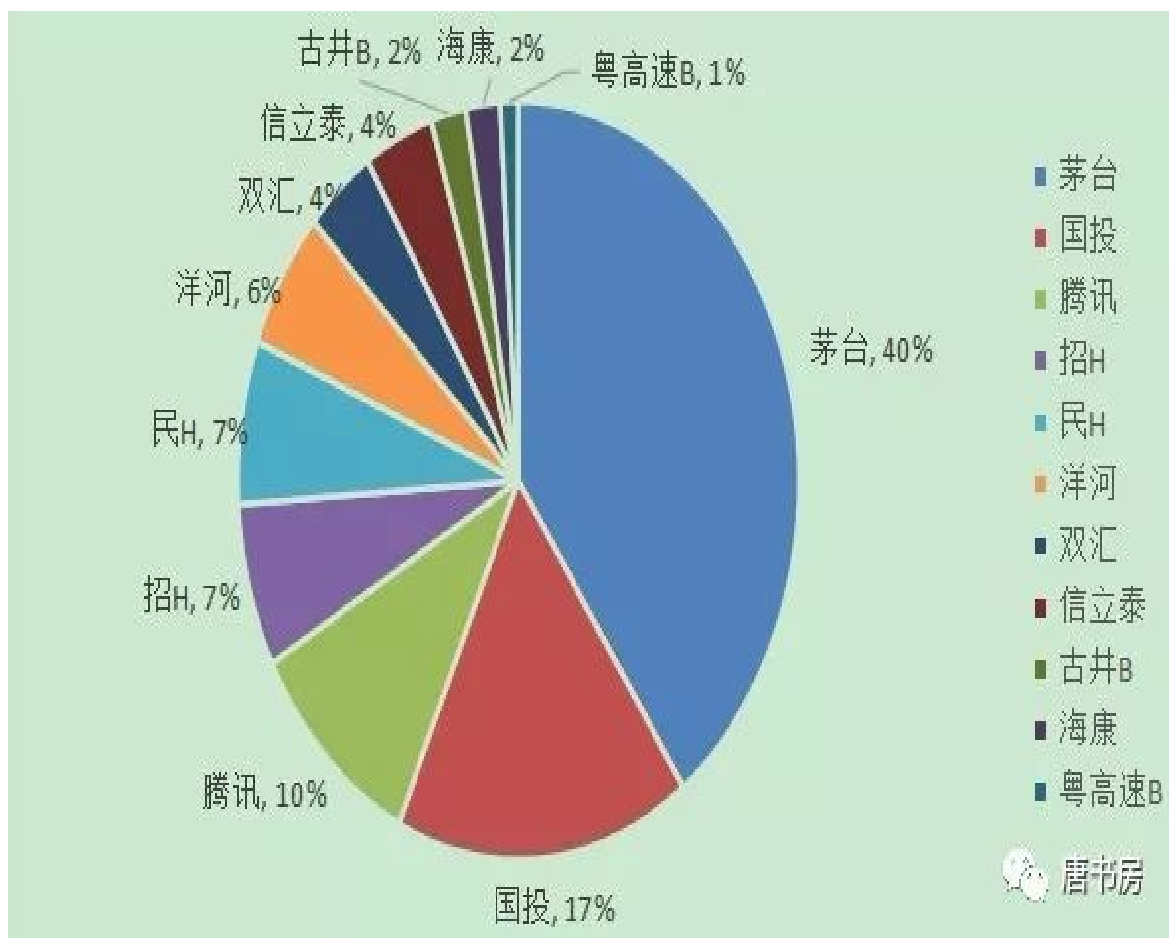
当前组合显示三年累计收益率188.26% ，当前净值2.88 元。实际收益高于208% ，当前净值为3.08 元—— 说高于，是因为中间因买车和装修撤出过少量资金，这个208% 是当前账户实际市值与2014 年11 月25 日建立组合时的市值记录的对比结果。

造成差异的主要原因，是组合不支持AH 套利，不支持可转债套利，不支持港股和B 股录入。所以当前实际持仓中的腾讯、古井B 和粤高速B 在组合里用银华日利代替，招商和民生的H 股用a 股替代，合计造成了约7% 的差异（3.08-2.88 ）/2.88≈7%—— 以上数据均不计算新股中签收益。

通过对组合调仓记录和2014 年至今的年终总结回顾（详细回顾放在下篇），组合建立三年以来，如果不考虑分红再投入和搬砖活动（后面解释，主要涉及国投川投以及银行的AH 股），三年内累计调整的仓位大约不超过30% ，属于十足的满仓呆坐型。

截止2017 年11 月24 日收盘，持仓个股市值占比如下：茅台40%- ，国投17%+ ，腾讯10%+ ，招行H7%+ ，民生H7%+ ，洋河6%- ，双汇4%+ ，信立泰4%- ，古井贡B2%- ，海康2%- ，粤高速B1%+ ，观察仓宋城不计，合计持股100% 。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



今年以来，持仓个股波动截图如下：

沾市场的光，前几日还处于年内涨幅为负值的民生H 股，这几天也睡醒了，晃晃悠悠爬出了深坑。全部11 只持股中，民生H 股和国投电力年内涨幅落后于沪深300 指数，其他9 只领先沪深300 指数。

整体来说，今年是价值投资者的大年。套用最近常听到“ 炒” 股人士说的一句话：今年炒蓝筹概念—— 在炒家眼里，所有公司都是代码和概念，不是赚钱的实体。

投资市场里，盈亏同源，一个人的收益和亏损，是同一套投资体系的结果。经老唐仔细思考，支撑老唐实盘在极低换手率的状态下，获取三年三倍结果的理念体系，主要由以下九条组成—— 这九条均在书房成文阐述过，主要由“ 投资之道-- 投资理念” 菜单下30 篇文章，和“ 投资之道-- 估值方法” 菜单下11 篇文章构成：

① 股价由企业真实盈利和市盈率两个变量决定，我主要选择“ 企业真实盈利确定增长+ 市盈率位于偏低或合理位置” 的企业投资。重心是获取企业盈利增长推动的股价上升，市盈率变动视为算意外之财；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

② 企业盈利真实可靠，其增长“ 一定” 会推动股价上升。如果真实可靠的盈利增长伴随股价下降，将给投资者带来巨额财富；

③ 做出企业盈利的增长预测，是困难的，是需要极度谨慎的。扎根于自己能够深度理解的企业，选择变量尽可能少，可预测性尽可能高的企业；

④ 盈利增长“ 一定” 会推动股价上升，并不代表会推动下周、下月乃至下个季度的股价上升，它通常需要较长时间体现（经验上说，三到五年是一个常见的体现周期）。短期股价波动可能受任何因素影响，是市场的随机运动，无法预测。任何对短期股价波动的预测，都是没有价值的行为；任何建立在短期股价波动上的交易体系，都是脆弱不可信的；

⑤ 持股时间长，并不意味着是从事长期投资。价值投资的本质，不是坚持“ 长期” 投资。长期或短期只是被动结果，是因为市场认识和体现价值需要时间造成的。下注市值和价值之间的收敛，才是价值投资的核心本质；

⑥ 市值低于价值的部分，有两大来源：一类是对现存资产价值的折扣，一类是对未来盈利可能的低估。侧重前者的，我称之为格老门；侧重后者的，我称之为巴神堂，它们构成价值投资两大核心思想流派。绝大部分成熟投资者都是两者兼顾的，差别只是权重。我个人更侧重巴神堂，巴神堂思想能够引导人随着年龄和资本的增长，越来越远离市场，用越来越多的时间去享受生活，最终走向快乐投资的良性循环—— 格老门可能正好相反；

⑦ 法币时代，历史数据和逻辑推理都能证明，股权是收益率最高的资产，远高于债券和货币。因而，除非所有股权目标均显著高估，否则老唐永远是满仓持股状态。组合设立至今的三年里，每一天都是如此，无论股灾1.0 ，股灾2.0 ，还是熔断崩盘；

⑧ 事实上，我也没有什么空仓半仓之类的仓位概念，一般会预留家庭一年的开支，其他部分通通做股权投资，除非找不到目标了。即便是手头的现金理财，我内心也将之视为一种确定性100% 、市盈率约30 倍、未来无增长的股票；

⑨ 企业价值不是一个精确数值，而是一个模糊区间，一个至少足以容纳百分之二三十波动的模糊区间。因此，在30% 空间内的所谓高抛低吸、波段操作，在我看来，是自欺欺人，不值得关心。考虑到中国股市有10% 日涨跌停限制，所以，日间盯盘，是完全没有价值的生命浪费。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

三年的公开数据还不够长，而且老唐的运气似乎一贯不错，所以，三年三倍的成绩里面，究竟有多少是投资体系的功劳，有多少是运气的体现，可能还需要更长时间去观察。此处只能借机说点个人思考和观察：

以老唐个人在资本市场前后二十多年的傻碰，及无数前辈的摸索和总结，我认为建立在“① 买股票= 买企业的一部分，② 不要将希望寄托于二级市场接盘侠，③ 占不到便宜就不交易” 三大基础上的体系，是老唐理解能力范围以内，“ 唯一” 稳妥可信的、具备逻辑基础的、可以持续盈利的投资体系。

这条路已经有无数前辈走通过，踏平过。路边留下了无数的方向标、指示牌、陷阱提醒。如果你的目标是财富增长，老唐强烈建议不要浪费生命探索和碰壁，不要试图重新发明车轮，只需要老老实实地沿着前辈们踩出来的路前行即可。要创新，要建立新体系，可以留待身家突破10 位数以后考虑。

当然，沿着前辈们踩出来的路，不代表我们不思考。正所谓它山之石可以攻玉，雪球组合是很不错的观摩和学习对象。几百万个雪球组合中，凝聚着市场里千奇百怪的投资或投机思路，不仅是我们观摩他人实战的地方，也是我们“ 看他人吃一堑，让自己长一智” 的好去处。只是，学习过程中要注意规避以下三种陷阱组合：

第一种，组合收益很高，但收益主要来自2015 年，且交易比较频繁的。由于雪球组合功能早期有Bug ，有办法在股票大涨大跌之后，以涨跌前的价格模拟成交，造就了2015 年雪球的几个著名神棍，也留下了许多靠这种手段领跑的组合；

第二种，高收益，但组合持股仅仅一两只的。这种类型的组合难以评价，有些值得关注，有些不值得关注。主要原因是短期内很难判定收益来源于价值判断，还是因为恰好处于市场风口；

第三种，组合收益很高，但起初不叫实盘，是后来收益起来以后，更名为实盘的。这类里面良莠不齐，既有本就是实盘，只是起初建立的时候没有以实盘命名；也有幸存者偏差，建立一大堆组合，最终把收益最高的那个，改名为某某实盘的。

说到这儿，倒要揭一下自己的短。老唐也先后建立了八个组合，除#老唐实盘# 以外，其他七个组合均已在2016 年1 月9 日关闭，目前不点开状态下，组合名称显示为已关闭，收益从亏损17% 到盈利26% 都有。

逐一点开，会发现七个组合分别名叫：便宜好口碑、有真钱、分级A 、高股息、双十五、只看pe1 、只看pe2 。看组合名和注释就知道，这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

组合是用以测试不同类型策略的，策略写在说明处。后因先后涌现出的多家策略回测网站，这些组合失去观察意义，遂关闭。

例如组合“ 便宜好口碑” ：

谈论其他组合的前因后果，是想说明# 老唐实盘# 组合，并非幸存者效应下的案例。休息一下，接着回顾和点评老唐实盘自2014 年至今的主要操作。

三年三倍的背后（下）

原创 2017-11-24 唐朝 唐书房 唐书房

接下来逐年点评和回顾一下实盘组合三年来的具体操作。

2014 年

在2014 年12 月28 日，老唐写的2014 年总结（见雪球文章《丰收2014, 感恩2014 》）里，有这么一段话，回顾了2014 年全年（主要在组合建立之前）的实盘变动：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

今年投资没啥好说的，反正风来，大家一起飞啊飞。向老唐这种跟着水面上升，勉强扇了几下翅膀，截止今天（28日）收益59%的，比市场平均数大盘指数仅仅高10个百分点的，基本不值一提。

也基本没怎么操作：年初是47%茅台，25%招商，17%民生，11%老窖。
全年就是：上半年的分红撤离了；
下半年的分红在中行转债、海螺水泥、金螳螂上跳了一圈，最后落在国投电力上了；
在民生员工持股计划出来后大跌的那天，拿约4%的老窖在6元出头换进民生了；
最后剩下的老窖，清仓后也加在水电股上了。
全年动弹的仓位占比不到一成，其他的持股不动到今天。
雪球新版出来后，为便利自己不用进交易软件也知道净值变动，建了个实盘组合，至今凑凑合合勉强跑过沪深300指数5个百分点，乏善可陈。

乏善可陈就乏善可陈吧，好在老唐这些股票，反正也不操什么心，再涨一倍，我也不觉得惊奇，不会小心肝扑通扑通的。虽然知道没有离场之前，都是虚拟财富，但看着市值增长，今年一年增加的财富比老唐从出生到30岁前挣钱的总和还要多，也是件令人开心的事儿。算作一个收获吧。感谢牛市感谢风，感谢郭嘉感谢党。
（发完跑步去……，灌水的请自便）

（12月31日收盘记录一下：全年收益率为62%+。当前持仓为：46%茅台，23%民生，23%招行，8%川投）

唐书房

对了，2014 年的总结文，推荐了26 位值得关注的V ，介绍了9 本值得阅读的投资书籍，今天回看，也是有点价值的。没看过的，可以去翻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

翻。

从上面的总结可以看出来，从2014 年11 月25 日建立组合到2014 年12 月31 日的三十余天里，老唐将国投和老窖清仓换入了川投，其他三只主力持仓没有动。

回顾1 ：对于泸州老窖，老唐的感情其实挺复杂的。曾经写过不少文章谈老窖的投资价值和市值低估，甚至在2014 年3 月7 日的《证券市场周刊》上发表文章，用老窖举例，直接白纸黑字写下：“ 市场在361 亿基础上给予的折扣，便是送给投资者的财富” ，当时老窖不到200 亿市值，今天，市值近千亿了。

然而，对老窖的疑虑，产生于管理层在明知不可能的情况下，发布欺骗性的2014 年业绩乐观预测，误导投资者。这个疑虑，老唐成文《老窖的成长困境》发表于2014 年4 月18 日的《证券市场周刊》。

后来在基本能够确认疑虑时，老唐清掉了老窖——2014 年4 月管理层在2013 年度净利润同比下降22% ，2014 年一季度同比腰斩的情况下，预告说2014 年营收要达到116.33 亿，实际年终数据是53.5 亿，达成率不到50% 。另外，老窖和柒泉公司之间一些说不清道不明的业绩调节，也是一个原因。

当然，如果从股价表现上说，这个排除错了。在我卖出老窖后（以组合记录看，最后一笔卖在20.77 元），至今涨了三倍有余，截止今天股价在65 元附近。但是，即便重来一次，我的投资体系依然会支持我做出同样的操作。

市场不好，行业不好，经营下挫，这些都是一家企业生存和发展过程中避免不了的事情，作为投资者，必须接受，其中也是考眼光和判断的地方，是黄金隐藏之所。

但如果接受股东委托的公司管理团队存心不良，因私心甚至恶意，发布不实的信息误导东家，这是不可接受的。不跟坏人合作，哪怕里面有确定性利润—— 这是价值观问题，无关对错，就为了睡个踏实。

国投和川投之间的调仓，倒没有什么好说的，就是因为它俩实际上类似同一家公司AH 两地上市，主要资产都是雅砻江水电公司股权。哪家估值相对便宜就持有哪家，我称之为搬砖。

在国投市值高于川投280 亿时，我用国投换了川投。后来，2015 年底，又在国投市值仅比川投高60~80 亿之间时，再用川投换回国投—— 前一次搬砖占了200 亿便宜，后一次搬砖到现在为止，还没占到便宜。今天，国投市值依然只比川投高72 亿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

---

2015 年

2015 年12 月24 日，老唐提前写了2015 年的总结。之所以提前，原因是2015 年雪球高收益太多，导致很多朋友不敢动笔写总结了。

老唐提前发了总结，帖子题目就叫《表怕，年终总结有老唐垫底》https://xueqiu.com/8290096439/62405404 总结里关于投资的部分，原文摘录如下：

老唐今年股票账户的投资，就干了两件事：

其一，把A 股银行搬到H 股去。大致是在民生A 平均溢价33% 的时候，换成民生H ；在招行A 溢价约5% 的时候，换成招行H 。结果嘛，一入香江深似海，老唐从此回不来。

今天民生AH 溢价指数是46% ，民生H 是股市最惨板块-- 银行板块-- 里跌最多的银行-- 全年下跌超过22% ；招行AH 溢价指数20% ，招行A 全年上涨14% ，招行H 全年下跌1.4% ；

其二，调整了近10% 仓位，其中6% 出头是从茅台调整到民生H ，有3% 出头是从茅台调整到洋河。从市值角度看，前者调亏了，后者略赚，但总和角度看，还是调亏了，毕竟茅台全年上涨33% 。

结论就是：两件事全错，啥也不做估计市值还会略多一点。做完这两件事以后，截止今天收益13%+ ，略强于沪深300 的8% ，上证指数的12% ，远低于中小板的56% ，更不用说创业板的90% 了。惭愧。

惭愧是惭愧，但如果给机会我重来一次，我估摸着自己依然只能这么做。没有胆子和能力去触碰自己不明白的东西，只能守住自己裤兜里的红中发财、做个傻呆呆的看客。

持股行业和去年一样，依然是白酒、银行、水电。个股除了洋河为新增以外，其他四只依然是老面孔：茅台、民生、招商、川投，占比就在组合“ 老唐实盘” 里。且老唐自己估摸着，2016 年持仓变化也不会大。

由于雪球组合不能混加AH 股，所以，里面显示的民生和招商，实际是民生H 和招行H ，由此导致个股占比略有差异，但不大。实盘总收益也因为H 落后于A ，比组合显示的要低约3 个百分点。

回顾2 ：全年除了AH 搬砖以外，整体调整仓位不到10% 。AH 搬砖，到今天看，市值上没占到便宜。

民生银行，在民生A 比民生H 贵33% （25%~40% 之间分批动手的，综合结果，100 股民生A 换133 股民生H ）时动手的，截止今天，民生H 股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价8.05 港币，民生A 股价9.1 元人民币，133 股民生H 市值＝133×8.05×0.85/9.1=100 股民生A ，没有占到任何便宜。

但如果考虑到A 股的打新收益，市值上应该是吃亏的。至于多拿到的分红，也因为港股通多了一份红利税，抵消后也什么便宜占。

招行银行，是在A 股溢价5% 的时候搬的砖。截止今天招商H 股32.65 港币，招商A 股30.09 人民币，105 股招商H ＝105×32.65×0.85/30.09=96.9 股招商A 股，还吃亏近4% 。同样，若考虑打新收益，吃亏更多。

AH 搬砖问题，算是投资体系的一块试金石。当AH 出现较大价差的时候，是否选择价格更低的品种，体现了投资体系中，究竟是更偏重于股票的票属性，还是更偏重于股票的股属性（股和票的区分，请看书房去年9 月推送的《股票的本质》一文）。

可以这么说，凡是声称价值投资、基本面投资、股权投资的，却持有民生银行A 股而不持H 的，无法逻辑自洽。同样的金钱付出，多持有33% 股权而不搬，非夹头所为。但具体是选择在15% 还是50% 搬，是占市场先生的便宜大小问题，更多体现为艺（yun ）术（qi ）成分。

今日回顾，2015 年内，“ 其中6% 出头是从茅台调整到民生H” 这一行为做的有点莫名其妙，应该反思。忘记了当时是什么原因调整了，估计是某个民生H 大跌的日子，去贪便宜了。

这种喜欢从获利较多的股票上减仓，去增持大跌或持仓较少的股票，是一种股市多发病症，不仅老唐有，估摸着书房里不少朋友都有。绝大部分结局是铲花扶草，极少部分结局是英明抄底。后者往往记忆深刻，回味无穷，前者则容易被大脑选择性过滤（不是主观故意，而是大脑真有这种自我保护的生物性功能）。

总体来说，个人目前对这种行为的看法偏负面，会尽可能控制和克服。在决策时，尽可能少受近期涨跌幅的影响，更多的在市值和内在价值的差距大小上考虑，并在无法看出明显差距时，尽量呆坐不动。

2016 年

时光进入2016 年。2016 年9 月建立了唐书房，所以2016 年终总结，书房里也有了《老唐的2016 年》。总结里关于投资部分写到：

数字一：23% ，是今年不含新股在内的股票市值变动。

从今年2 月到12 月，除了用各家企业的分红买入了国投电力以外，其他调仓不足市值的2% 。1 月份里动的略多，不仅将当时占比约14% 的川投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全部换成国投，且曾卖出约4% 的招行换入国投。

作为一个死多，全年每一天都是满仓，熔断也好，股灾也罢，笨老唐一次都没有躲过，通通满仓陪跌。当前持仓依然是茅台、国投、民生H 、招商H 、洋河、信立泰、双汇。

回顾3: 在2016 年里，如果不考虑两投搬砖，调仓部分也不到10% 。为配置深市打新门票，增加了信立泰和双汇，同时还在2016 年1 月底，国投跌破6 元的时候，卖出4% 的招商H 买入国投。

虽然狗屎运巨好，抄到国投最低点，距今有超过35% 的涨幅（经历了两次分红0.48 元/ 股，复权价不到5.6 元），然而，由于招商H 股价翻倍有余，这笔换股，从市值角度依然是负贡献。

但，在国投最恐慌的时候，换做现在穿越回去，可能还是会做这样的腾挪。总体来说，2016 年的操作，虽然收益只有23% ，但在自己有限的理解对象和投资体系下，基本满意。

2017 年

2017 年，由于有了唐书房，基本上全部交易，都在书房实时直播过。

由于2016 年的总结里计划过：“2017 年，老唐希望能继续拓展自己的能力圈，将目光放在白酒、银行和水电之外的行业，看看有没有自己能够理解的企业，有没有自己能够把握的机会，有没有能够继续深度研究并分享的新对象。”

所以，2017 年覆盖面稍有扩大。这要感恩各位，是各位的点杀、赞扬和打赏，一步步引导老唐走出原来的白酒、水电和银行圈，将视线放在了更广阔的范围内，持股也新增了腾讯、海康、古井贡B 、粤高速B 四只。

也因此，2017 年的交易稍多，仓位调整也稍多。最烂的操作，当然是为了出游，在340~350 之间，卖茅台换车。这已经是大家调侃我的梗了，说别人是豆浆喝一碗倒一碗，老唐是买车买一辆扔一辆；第二烂的操作，是后来又在477 元卖了点茅台，搞房屋装修。两次都跟阿茅有关。

回顾4 ：要说完全没有遗憾，那肯定是言不由衷。但要说后悔，还真没有。投资体现能力，消费实现价值。人活一世，不可能只为账户数字的增加，拒绝自己及家人的适度享受。而当时，从我的持股中找一只来杀，除了阿茅我找不出选其他家的逻辑—— 天哪，为什么找不出呢？笨就一个字，我只说一次，你知道我只会用行动表示……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

坦率说，阿茅会涨，在预料之中（这个不算装股神吧），但会涨到这样的状态，确实超出了我的想象（我顶多也就看到年内到达480 元附近），相信也超出所有人的预料。要是谁现在敢说年初能想到茅台会过600，老唐不会唾口水，但肯定会在心中默念“ 骗纸骗纸马后炮”……

最近几天，股市正在调整，尤其是以茅台为首的白酒股，调整幅度比较大，带动# 老唐实盘# 净值自高点下降约有6% 了。后台有朋友急冲冲地发信息询问老唐的看法，询问老唐有没有减仓茅台海康洋河等等。令人欣慰的是，这么追问的只有几位（当然，老唐假装不在，没做回复）。

大部分较早关注书房的朋友，不用问也知道老唐的答案—— 此时还不知道的，是个非常好的思维训练机会：请立刻回看上篇的九条，尤其是四七八九条。

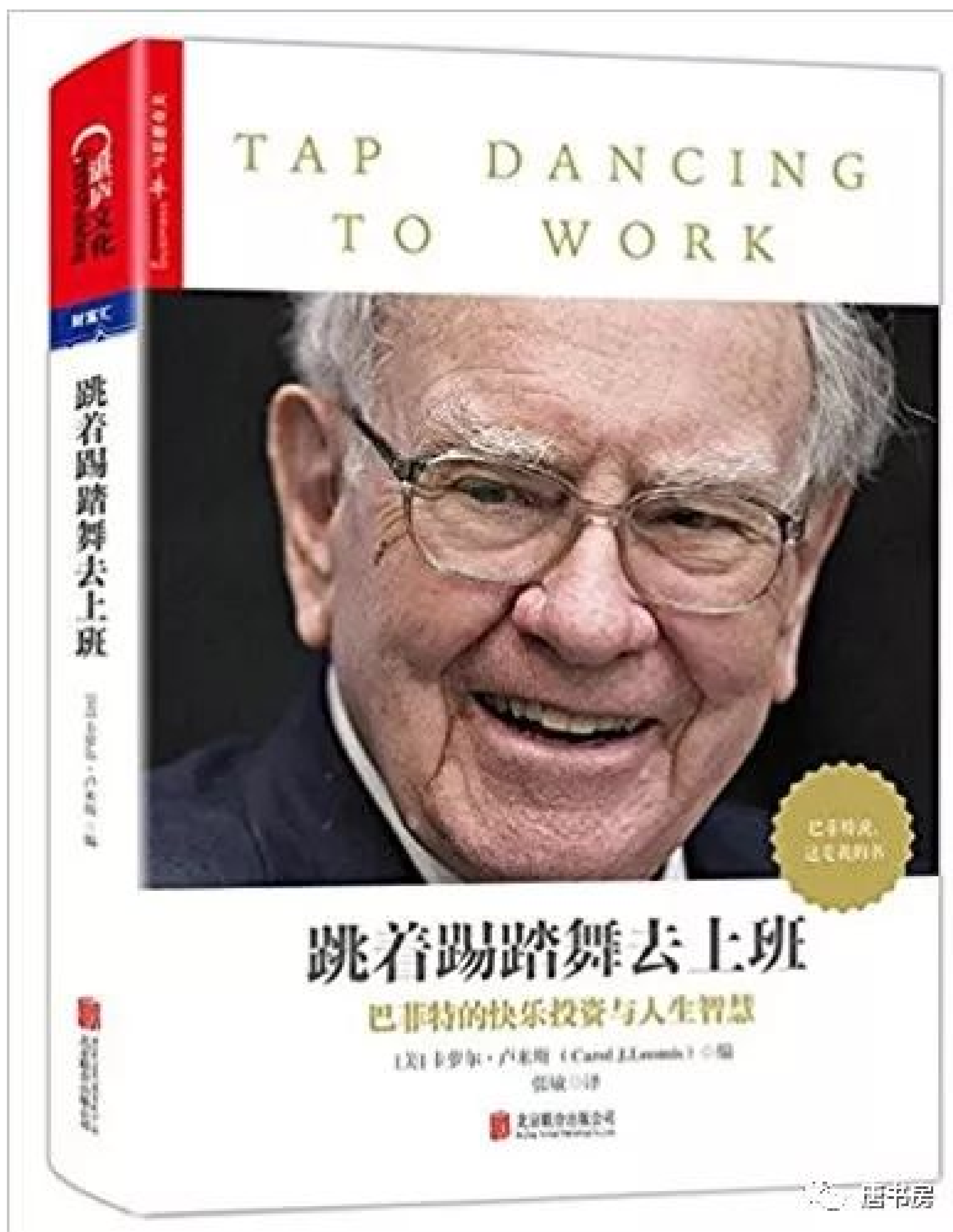
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20171126 跳着踢踏舞去上班

跳着踢踏舞去上班（上）

这本书我眼馋很久了，很早就听几位英文水平好的朋友嘚瑟过。所以，一听说它在国内出版简体中文版，第一时间就采购了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



虽然期待已久，但并不认为会有什么新东西，毕竟老唐读过一大堆有关巴菲特的书籍。采购回来，内心当中温习来看待的—— 毕竟，重读旧书远没有读一本新书来的有趣。然而，这本书带给我的体验，比预期高，收获还是蛮多的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

原以为这是一本类似《一个资本家的成长》或者《滚雪球》一样的传记书籍，结果不是的。这是一本文集，作者有包括巴菲特及比尔盖茨在内的五十多人。其中巴菲特贡献了12 篇文章：有两篇巴菲特早期给《财富》杂志的投稿，有两篇是他的重要演讲，有一封他早期写给国会议员的信件，一份慈善承诺和六篇伯克希尔公司年报的摘要。

这些文章不是随意编排的。书的编者（虽然她贡献了大量的文章，但没办法称为作者）卡罗尔. 卢米斯，是巴菲特几十年里最亲密的老朋友（比尔盖茨语）。她负责着过去几十年来，每年巴菲特要发布的《致股东信》的编辑和修订工作。可想而知，她对巴菲特的思想了解是比较深刻的。

这本书，很巧妙地将跨度为46 年里《财富》杂志对巴菲特的一些深度报道文章，剪贴结集，并由卡罗尔. 卢米斯添加了背景介绍和后续说明。这些文章不是在巴菲特成为了今日的巴菲特之后才写的，更像是那个时代的旁观者观察，没有附带未来函数。

全书并不侧重介绍巴菲特的人生经历，而更多的展示了巴菲特面临一些事件时的思考和抉择，以及当时局限下周边的观察者们，怎么看待巴菲特的这些决策。个人觉得，这些东西对于读者，可能比看功臣身就后的回溯更有参考价值。

作为巴神堂的小喽啰，老唐读过很多关于巴菲特的书，如果让我挑，我认为这本可以和《巴菲特传：一个美国资本家的成长》（罗杰. 洛温斯坦著）、《巴菲特之道》（罗伯特. 哈格斯特朗著）、《滚雪球》（艾丽斯. 施罗德著）、《穿过迷雾》（任俊杰著）并称为最好的五本。

举一个例子，很多人都知道，老唐对传说中的格雷厄姆及巴菲特的一句名言：“ 市场短期是投票机，长期是称重器” 的说法不以为然，并曾经写过这样的质疑：

然而，就在我读这本书的时候，首次发现这句话后面还有半句。巴菲特写的全文是这样的：本杰明. 格雷厄姆告诉过我们，股市的短期运作像是一个投票机，股市从长期看就像是一个称重器。恐惧与贪婪在投票时起着重要作用，但在称重时毫无作用。

晕！加上后半句，这句话很清楚，格老和巴神明明表达的是：短期内的股市表现更容易被人的恐惧和贪婪左右。传经传半句的和尚，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

坑人啊！这一瞬间，老唐哭晕，眼前浮起的不是闪闪的金星，而是那些著名的坑：

1 ）父母在，不远游。

原文：子曰：“ 父母在，不远游，游必有方。”—— 《论语• 里仁》

出去耍，可以，你要给爹妈说一声去哪儿了。

2 ）吾生也有涯，而知也无涯。

原文：“ 吾生也有涯，而知也无涯，以有涯随无涯，殆已。”—— 《庄子• 养生主》

做不到的事情，强行去搞，很危险的。

3 ）三思而后行

原文：“ 季文子三思而后行。子闻之曰：再，斯可矣。”—— 《论语• 公冶长》

别翻来覆去想了，两次够了，赶紧just do it ！

4 ）天才就是99% 的汗水加1% 的灵感。

原文：“ 天才是1% 的灵感加99% 的汗水，但那1% 的灵感是最重要的，甚至比99% 的汗水都重要。”—— 爱迪生

没法一起愉快的玩耍了……

老板，来一碗泪流满面，不要香菜不要葱……

就这一条，我觉着值回书价了。另外，1977 年5 月，沃伦巴菲特给《财富》杂志的投稿《通货膨胀如何欺诈股票投资者？》今天来看依然是振聋发聩。40 年前的巴菲特，思考深度已经相当惊人了。

还有，关于巴菲特拯救所罗门兄弟公司的事儿，这本书里有我在任何地方都没有读到过的细节资料，惊心动魄。看过你才知道，虽然后面的结局挺好，但实际上是巴菲特能力+ 人脉+ 狗屎运结合的一次咸鱼翻身，差点赔成韭菜根儿。估计事后，巴菲特和芒格也是一身冷汗，只差找地方烧香拜菩萨了……

全书400 页，也不全是精华，口水帖也不少，可能作者考虑要展示巴菲特的方方面面，而老唐则势利地把与投资关系不大的东西（例如慈善和子女教育）视为了“ 没用的” 。

89 篇文章里，与投资有关的精华有12 篇。时间紧张的话，可以只读这12 篇，书钱就算没白花（这书定价高。老唐买了纸书和电子

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

书，合计近150 元）：

① 邱国鹭写的推荐序；

② 第3 篇《通货膨胀如何欺诈股票投资者》沃伦．巴菲特 1977 年5 月；

③ 第19 篇《巴菲特内幕》卡罗尔．卢米斯1988 年4 月；

④ 第21 篇《巴菲特在所罗门力挽狂澜》卡罗尔．卢米斯 1997 年10 月；

⑤ 第31 篇《我是怎么搞砸的》沃伦．巴菲特1990 年4 月；

⑥ 第39 篇《巴菲特如何看待风险》沃伦．巴菲特1994 年4 月；

⑦ 第42 篇《盖茨眼中的巴菲特》比尔．盖茨 1996 年2 月；

⑧ 第47 篇《比尔．盖茨和沃伦．巴菲特秀》布伦特．施兰德 1998 年7 月；

⑨ 第56 篇《巴菲特谈股票市场》沃伦．巴菲特2001 年12 月；

⑩ 第60 篇《大规模杀伤性金融武器》沃伦．巴菲特2003 年3 月；

⑪ 第69 篇《致命的交易费用》沃伦．巴菲特2006 年3 月；

⑫ 第89 篇《为何股票胜过黄金和债券》沃伦．巴菲特2012 年2 月。

连这12 篇也抽不出时间看的，老唐摘抄了部分精华妙语作为下篇（约7000 字），可供这部分忙（lan ）人（gui ）速读。打算买书的朋友，就别去看下篇剧透了。

文末附送免费勘误

好书要完美。老唐读好书的时候，眼神特别好。这本书的编辑和校订工作做的算非常认真了，以老唐的极度挑剔的眼光，也只发现了10 处错误。书房有湛庐文化和北京联合出版社的朋友潜伏吗？勘误送你们了（上次《赌金者》的勘误，后来真送达出版社和译者了 ）

①p30 倒数第二行，“ 买出” 应为“ 卖出” ；

②p61 最后两行，两处的“ 测慌仪” 应为“ 测谎仪” ；

③p79 倒数第二行，Scott ＆Fetzer 公司，一般翻译为“ 斯科特费泽公司” ，此处显示为“ 斯科特费笨公司” 。根据后面别的文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

章表述，“ 笨” 字，实为“ 策” 字的笔误；

④p104 第四行，“1300 万” 应为“1300 亿” ；

⑤p127 第二段第三行，“ 省下” 应为“ 剩下” ；

⑥p129 最后一行，歌词“ 我的妻子和我的好朋友私奔了，可我仍然很想念她” ，请译者对照原文，据我理解，此处应该是“ 我的妻子和我的好朋友私奔了，可我仍然很想念我的朋友” ，或者“ 我的妻子和我的好朋友私奔了，可我仍然很想念他” ，用“ 她” 意思是错的；

⑦p143 第二段最后一句“ 宁愿可能对，也不要一定错” ，高度怀疑是经常听说的“ 宁要模糊的正确，也不要精确的错误” 。后者似乎更好，供参考；

⑧p231 第三行，原文“ 有的人能够以每小时145 公里左右的时速前进” ，不知原文是什么，怀疑翻译的数据有误；

⑨p254 第三自然段原文“ 收购公司的规模必须足够大，才能对伯克希尔哈撒韦公司的底线产生影响。我们应当指出，这条底线有时是飘忽不定的。部分原因在于……” ，此处用到的两个“ 底线” ，应该是原文（the bottom line ）直译。由于中文“ 底线” 一词，通常有道德底线或者原则的含义，建议意译成：“ 收购公司的规模必须足够大，才能对伯克希尔哈撒韦公司的利润表产生影响。我们应当指出，净利润基数有时是飘忽不定的。部分原因在于……” ；

⑩p260 第二行，“ 证卷” 应为“ 证券” 。

另外，全书谈到See’s Candies 时，通通用了“ 时思糖果公司” ，而一般国内常用的翻译是“ 喜诗糖果公司” 。后者更喜庆，更有糖果公司的感觉，况且已经为人们所熟知，建议贵社就从了吧，弃用时思，改用喜诗。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

跳着踢踏舞去上班（下）

原创 2017-11-26 唐朝 唐书房 唐书房

本篇为精华书摘，以原书页码为先后顺序，无点评。

投资可以是很煎熬的一件事，也可以是很快乐的一件事。不论资本市场如何千变万化，他只做自己擅长的事，投自己看得懂的企业。懂得取舍，是快乐投资的源泉。

投资中的每一个选择都是取舍。能力圈本身就是一种取舍，不熟不做是“ 舍” ，在自己熟悉的领域中出重手则是“ 取” 。避开瞬息万变的行业和复杂的商业模式是“ 舍” ，选择有持续竞争力的简单生意是“ 取” 。避开繁星满空、百舸争流的高度竞争性行业，在月朗星稀、胜负已分的行业里买赢家，“ 不数星星、数月亮” ，又何尝不是一种取舍？

股市中获利的方式很多，但是，对于长期投资者而言，本质上投资的利润来源只有两种，一种是企业成长带来的内在价值增长，另一种是股价从低估回归到合理带来的估值提升。

有取舍之后自然有聚焦，把资源和精力聚焦在自己擅长的领域里，少下注、下重注。古今中外的许多兵法书，如果非要找一个共同点，就是“ 集中优势兵力打歼灭战” 。做投资，深度比广度重要，对少量的公司有很多了解的人，投资决策的准确性往往远胜于对很多公司有少量了解的人。

毕竟，只有对所投公司基本面的深度研究和对其所在行业内在规律的切实把握，才有可能建立起自己的比较优势。“ 弱水三千，但取一瓢” ，投资成败的关键是你对所取的那“ 一瓢” 到底有多深的了解。

最近，他的观点被总结为：“ 以100 万美元的价格购买实际价值200 万美元、而5 年之后会升至400 万美元的生意。” 当然，这种机遇并不容易碰到。“ 好生意不常有，” 他说，“ 因此，我们也不要贸然出手。”

伯克希尔哈撒韦公司时时刻刻都在寻找规模大而简单的企业，这样的企业还必须有能力保持盈利，负债少；而且经营得比较得当；还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

要我们不会根据评级来做决定，” 他补充说道，“ 如果我们希望由穆迪或者标准普尔帮我们管理资金，那我们就直接把钱给他们了。”

令我们非常骄傲的是，奥马哈总部没有电脑，我们的分析不依赖于电子数据，而是靠阅读，仅此而已。

我不可能每年都有50 个好点子，能有一两个就很幸运了。

因为子女们投对了胎就可以获得一个金饭碗，一辈子享用不尽的饭票” ，巴菲特相信，这种观念是会“ 误人子弟” 的，也很可能会“ 危害社会” 。因此，给予子女最恰当的金额就是让他们觉得“ 足够做点儿什么，但又不至于躺在床上睡大觉，什么也不需要做” 。巴菲特认为，对于大学毕业的人来说，“ 几十万美元” 应该是个合理的数额。

巴菲特总是在检验着他所听到的东西。是不是合理的？是不是错了？整个世界的格局都在他的脑海里。那里似乎有台计算机，不停地对比着新鲜事物和他已有的经验和知识，并且还在不断地发问，这对于我们意味着什么？

作为一名投资家，巴菲特建议并坚持，通过股市购买部份企业的价格应该低于其内在价值，即低于理智的买家愿意买进该企业所有股票的价格。作为一名企业家，巴菲特最希望的是，能以不高于内在价值的价格买下整个生意。

巴菲特眼中的“ 好企业” 要满足几个基本条件：具有较强的特许经营权；高于平均值的净资产收益率；相对较小的资金投入；释放现金流的能力。

巴菲特的“ 好企业” 投资哲学其实是很晚才形成的。

1969 年，当巴菲特决定清算巴菲特合伙公司时，他已经不再着迷于那个投机色彩越来越浓的市场。当时他手中握有1 亿美元，其中的2500 万美元属于他自己。

在1987 年年报上，巴菲特非常感慨地说自己曾经浪费了20 年，其中包括了经营巴菲特合伙公司的那段时间。他一直苦苦追求“ 便宜货” ，“ 有些时候也误入歧途” 。“ 农具生产商、位居第三的百货公司和新英格兰地区的纺织公司让我交了学费” ，就是对他的一种惩罚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

巴菲特用心经营20 载，哀叹因自己的无知将它带入产业的泥沼而不能自拔，他经营的纺织公司和其他公司并无二致，然而却找不到丝毫的竞争优势。

巴菲特认为，64 岁的伯克希尔哈撒韦公司副董事长查理• 芒格一直而非间歇性在自己背后敲着、戳着，甚至推搡着，就是为了让自己去挖掘、评估有潜在价值的好企业。

见到巴菲特的时候，芒格对好企业和坏企业的观点已经成型，知道挽救一家处于颓势的企业有多么艰难。在他的脑海里，没有关于“便宜货” 的教义，而且他认为这一点必须要抛弃。在这些年和巴菲特的探讨中，他都在不断地强调“ 好企业” 的优点，而这后来也逐渐被巴菲特完全接受了。

没人相信他会充当天使，投资种子期的企业。这些企业尽管未来充满了各种可能性，但眼前却看不到任何起色。巴菲特和芒格时刻保持着最高程度的理性，他们不愿多花一分冤枉钱，

投资可以帮你开阔眼界，接触到很多与你没有直接关系的新事物。作为投资者，你必须去搞清楚事物背后的原因，例如，为什么零售企业只会越来越少。如果你想成为一名真正优秀的投资者，就必须扭回头，从过去50 年的投资经验中汲取养份，还要学习资本配置的知识。与其把水都装在一个桶里，你应该学会多找几只桶。

作为首席执行官的巴菲特，通常每一年顶多做出一项重大的投资决策，但是在所罗门兄弟公司，他可能每天要决定25 件关系到公司生死的大事。

巴菲特一直告诫自己的三个子女，人们穷尽一生去维护的名声，却只需要5 分钟就能让它彻底粉碎。

莫泽支付了3 万美元的罚款，并被判处4 个月的监禁。所罗门兄弟公司的股东，包括我在内，却支付了2.9 亿美元的罚款，而且我本人还被判处担任临时董事长长达10 个月之久！

当优秀的公司因为极特殊的问题而导致股价被低估时，绝佳的投资机会就来了。

我对每一位共事的伙伴都有所选择。这也是我取得巨大成就的最重要的因素。我不会和自己不喜欢或者不欣赏的人打交道，就像选择婚姻伴侣一样。这就是关键。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资不是智商160 打败智商130 的游戏。投资者剥离个人情绪、理智做出决定的能力可比他脑容量的大小重要多了。“ 当别人都出于短期的贪婪或恐惧而做出决定时，理性至关重要，” 巴菲特说，“ 这就是赚钱的时候。”

马歇尔• 温伯格回忆道：“ 巴菲特点了一个很特别的火腿芝士三明治。很多天之后，我们又一起出去吃饭，他提议说，‘ 我们还是去那家吧。’ 我说，‘ 可我们不久刚去过了啊。’ 他说，‘ 没错。所以为什么要冒险去另一家你不了解的餐馆呢？我们都知道自己想吃什么。’ 而这也是巴菲特看待股票的方式。他只投资给胜算更大、不会令人失望的公司。”

在犯新错误之前，回想一下曾经所犯的错误，也是一个不错的点子。我的第一个错误就是买下了伯克希尔哈撒韦公司的控制权。尽管我知道公司主营的纺织业务前途黯淡，我仍然因为难以抵御的低价诱惑而说服自己买下它。

1965 年时我已开始意识到这个策略并不是很理想。 如果你以足够低的价格购买了一只股票，通常这家公司的命运会有所起伏，然而，只要你能抓住合适的机会脱手就可以获得可观的收益。即使从长远来看，该公司业绩可能很糟糕也无所谓。我称这种投资理念为“ 烟屁股” 法。

然而，以这种方法购买企业并不是明智的行为，除非你是公司资产清理人。时间是好公司的朋友，是平庸公司的敌人。

虽然你可能认为这个道理很简单，但事实上，我是经过惨疼教训之后才领悟到得，而且为之付出了不小的代价。以一个合理的价格买入一家优质的公司，远比以颇具诱惑力的价格买入一家表现平平的公司要好得多。查理• 芒格很早就明白了这个道理，而我有些后知后觉。

现在在购买公司或普通股票时，我们总是会寻求些业务一流、管理也一流的公司。

越简单越好。虽然有25 年收购、督导及管理各类型企业的经验，我和芒格仍未学会该怎样解决商业困难，而我们学到的是要避开它们。我们是通过避开恶龙而不是同它厮杀而获得了成功的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在撞了很多次南墙之后，我学会了只与那些我喜欢、信任和赞赏的人共事。正如我之前提到的，这个原则本身不能保证成功。然而，在拥有良好经济特性的公司中，如果公司所有者或者投资者能成功与理想的管理者协同合作，便可以创造奇迹。相反地，无论一家公司的前景看起来多么光明，我们也不愿与缺乏令人欣赏的特质的管理者合作。与坏人做生意，我们从未成功过。

这个世界上存在着大量绝佳投资机会，但它们处于你的个人能力范围之外，你错过它们并不是什么罪过。不过，问题是，我错过了一些白送上门的，而且我完全有能力了解的好买卖。“ 吮拇指” 的幼稚行为让我们付出了巨大代价。

在大部分情况下，杠杆作用只会让事情演进得更快。我和芒格在这点上永远不会着急：相比于结果，我们更享受这个过程，尽管我们已经学会了承担结果。

我们采取的策略排除了传统的“ 多样化分散风险” 的教条。许多权威人士会言之凿凿地说，我们的这种策略风险巨大，这点我们不敢苟同。我们相信集中持股的做法同样可以大幅降低风险。

事实上，真正的投资人喜欢波动都还来不及…… 这是因为市场波动的幅度越大，就更有机会出现一些好公司的价格低廉的情况。

这是我们投资策略的基石：别指望靠卖得好赚钱，而是要让买入的价格足够有吸引力，以至于卖价一般也可以获得良好的收益。”

当你上场击球时，无须集中注意力对付每一个投球，也不需要为没有挥棒击打“ 好球” 而懊恼。换句话说，没有必要把每只股票或者每次投资机会都研究一遍，你买的股票表现不如人意时也不要过于自责。巴菲特说，人生只需挥棒数次，只要好好做准备，就能让你个个击中。

拒绝不是件容易的事，可是巴菲特却做得很好。他知道自己喜欢做什么；而且只要是他喜欢的，总是会做得难以置信地好。他喜欢坐在自己的办公室里，阅读，思考。除此之外，还有些事儿他也乐意去做，可是并不多。他不是个寻找刺激和新鲜事物的人。

有一些公司是他认定的长期投资伙伴。尽管相关数字明白无误地显示，股价已经吸收了所有未来的利好消息，处于阶段性的顶部，但他就是不愿出售手中的股票，不论价格几何。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

他喜爱的是强大品牌和健康的现金流，也正是这些造就了他无穷的财富。

我关注的中心是不变的东西。比如，我看待因特网的方式是，尽力确定一个行业或一个公司会受到因特网怎样的损害，或者如何被因特网改变。然后，我就要尽力避免这种情况发生。但这并不意味着，我否认能从这种变化中赚取很多钱，我只是不认为我会是那个人。

我们正在寻求的是可预测的东西，而在盖茨所做的事情中发现不了这种可预测的东西。作为社会的一员，我赞同他所做的事情；但作为一名投资者，我始终以警惕的眼光看待这些技术变革。

一种金融资产意味着你现在把钱投进去，为的是在将来把钱赚回来。如果每一种金融资产的价值都能得到恰当的评估，它们将全都能以合理的价格被出售，直至上帝最后审判日，并以同样的利率贴现归还给提供者。

在伯克希尔哈撒韦公司，我们通常只专注于分析个别公司的价值，很少去谈论整个股市的情况，至于预测股市下周、下个月或是明年的走势，那更是想都不敢想。实际上，股市通常会在相当长的一段时间内偏离其实际的价值，虽然总有一天一切还是会回归基本面。

利率之于投资就好比地心引力之于物体：利率越高，向下牵引的力量也就越大。这是因为投资的回报率与能从国债赚得的无风险利率直接相关联。因此，如果无风险利率提高了，其他所有投资品种的价格都必须相应下调，只有提升回报率，才能保证投资者不会转而去投资国债。

我个人非常喜欢1929 年，因为对于我来说，这是“ 一切” 的起点。当时我父亲是一位股票销售员，在大崩盘到来之时，跟任何人打电话都会让他感到恐惧，因为电话那边的人的状况几乎都“ 惨不忍睹” 。每天下午他就待在家里，当时还没有电视，所以……1929 年11 月30 日前后，就有了我（9 个月之后的1930 年8 月30 日出生）。因此，大崩盘时常让我感到一种莫名的温暖。

利率和企业税后利润，这两个投资者最在乎的要素的变化。

本质上除了企业真正的利润，股票投资者作为一个整体不可能从股市中多赚一分钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资的要旨不在于评估这个产业对社会能有多大的影响，或是它有多大的发展空间，而主要应该看某家公司有多大的竞争优势，还有更为重要的一点是，这种优势能维持多久。拥有广阔而持久的“ 护城河” 的产品或服务才能真正为投资者带来甜美的果实。

达尔文曾经说过，无论何时，当他发现任何一件与他珍视的结论相反的事情时，就认为自己有义务在30 分钟内写下新的发现。否则，他的头脑就会像身体排斥移植器官一样排斥不一致的信息。人类的本能就是坚守自己所相信的东西，特别是又被最近的经历再次证明的东西， 正是我们自身的这一缺陷造成了长久的牛市和长期的停滞。

用基于过去的经历来推断未来是一件十分危险的事，除非能够从过去的经历中找出核心原因。如果做不到，就有可能陷入预期的陷阱。

本杰明• 格雷厄姆告诉过我们为什么：股市的短期运作像是一个“ 投票机” ，而股市从长期看就像是一个“ 称重机” 。恐惧与贪婪在投票时起着重要作用，但在称重时毫无作用。

如果你不能独立思考，就不可能在投资上做得出色。事实不会因为人们赞成或者否定而发生改变。

除非我们发现有极大可能获得至少10% 的税前利润（扣除企业所得税后约为6% ～7% ），否则我们宁可作壁上观。

在2002 年和2003 年，伯克希尔哈撒韦公司用4.88 亿美元买入中石油1.3% 的股权。按这个价格推算，中石油市值大约为370 亿美元。芒格和我那时觉得公司的内在价值大约应该为1000 亿美元。到了2007 年，两个因素使得它的内在价值大幅提高：第一，油价显著攀升；第二， 中石油管理层在石油和天然气储备上下了很大工夫。去年下半年，该公司市值增长至2750 亿美元，大约相当于在与其他大型石油公司比较之后，我们认为其应具备的价值。因此，我们以40 亿美元的价格出售了自己持有的中石油的股票。”

2007—2008 年，他把资金投向了另一家石油公司，即康菲石油公司（Conoco Phillips ）。后来，在“ 恐怖的时机” 下，事后巴菲特说，因为石油价格随即跳水，在2009 年和2010 年，伯克希尔哈撒韦公司出售了大约2/3 的康菲石油公司的股票。而伯克希尔哈撒韦公司在此笔交易中遭受的损失和它在中石油赚到的钱大致持平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

最大的错误莫过于不作为，而不是行为有误。我们确实未曾在任何一笔投资上损失过特别多的钱，但我们仍错过了许多我明知该做而没有做的事。

不论是因为聪明还是幸运，投资者A 确实有可能获得比投资者B 实现更高的回报。股市上涨时，所有的投资者都会觉得自己更有钱了。然而，一个股东要退出的话，必须有新的股东递补他的位置。如果一个投资者高价卖出，另一个投资者必须高价买入。作为整体而言，没有什么奇妙可言，金钱不会从天而降，投资者根本不可能从公司那里得到比公司本身所创造的更多的财富。实际上，由于“ 交易费用” 的存在，股东获得的回报肯定少于公司所创造的利润。

伯克希尔哈撒韦公司只做那些能很容易预测的业务。” 芒格解释道。如果一笔交易很难看清楚其未来走向，这对搭档就会将其搁置。

问：你的主意都从哪儿来?

巴菲特：只靠阅读，我每天的工作就是阅读。我们曾向中国石油天然气股份有限公司投资5 亿美元，而我获取相关信息的方式就是阅读年报。

在购买比亚迪股份这件事上，巴菲特打破了他自定的好几条准则。他承认说：“ 我对手机或电池行业一无所知，汽车原理我也不懂。” 他又说：“ 但芒格和索科尔都是聪明人，他们懂这些。

还有一件事令他倍感舒心。伯克希尔哈撒韦公司最初打算买下比亚迪25% 的股份，但被王传福拒绝了。他虽然希望与巴菲特开展业务上的合作，借以提高品牌声誉，打开进军美国的大门，他说，但他也不希望出让比亚迪股份的比例超过10% 。“ 那人不愿意卖掉自己的公司，这是个好迹象。” 巴菲特说。

以给定货币标价的投资包括货币市场基金、债券、抵押贷款、银行存款和其他投资工具。大部分这些基于货币的投资都被认作是“ 安全” 的。事实上，他们正是资产投资中最危险的部分。它们的贝塔系数可能是零，但其风险性却不容小视。

在过去的一个世纪里，这些金融工具已经摧毁了很多国家投资者的购买力，即便他们可以定时收到利息和本金。即使在美国，人们对货币稳定的渴望如此强烈的情况下，自从1965 年我接管伯克希尔哈撒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

韦公司以来，美元贬值的幅度还是达到了令人难以置信的86% 。当时1美元能买到的东西，今天要花不少7 美元。

由此造成的后果是，一个免税的机构需要每年从债券投资中获得至少4.3% 的回报率才仅仅能维持原有购买力。如果投资管理者将回报中的任何一点儿看作“ 收入” 的话，那真是滑天下之大稽。 对于纳税的投资者来说，比如你和我，情况就更糟了。

我不喜欢以货币为基础的投资。即便如此，伯克希尔哈撒韦公司仍持有大量此类投资，特别是短期类的投资。在伯克希尔哈撒韦公司，保持充足的流动性资金是重中之重，且永远不会有丝毫减少，不管利息有多低。为了适应这一需求，我们主要持有美国国债，这也是在经济环境最动荡之际，我们唯一能够指望的流动性投资。

除了强加在我们身上的流动性要求及监管规定，只有存在非一般回报的可能时，我们才出手购买货币相关证券。发生这种可能的情况是，要么是信用被算错了，这有可能发生在周期性的垃圾债券崩盘之时；要么是债券票息率已上升至一定程度，能提供一种当利率一旦下降，高等级债券可能带来大量资本收益的机会。

号称无风险回报的债券，现在的定价只能带来无报酬的风险。

第二大投资类型囊括了那些不可再生的资产，但投资者购入的原因是希望其他人—— 那些也可能知道这一资产永不可再生的投资者，在未来以较高的价格再买入。

伯克希尔哈撒韦公司的目标是增持一流企业的股权。我们的首选是整体接手这些一流企业，全盘拥有，但是我们也可能通过持有大量流通股的方式成为拥有部分股权的股东。我相信假以时日，这类投资将被证明是我们前面分析的三类投资中遥遥领先的优胜者。更重要的是，到目前为止，这类投资也将被证明是最安全的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20171128 虚拟利润与真实生命

前言：此文写的非常不顺。浸泡在一种沉重的惋惜情绪里，忍不住将两位英年早逝的雪球网友作为警醒生者的案例，可是码字时，心中又老是跳出“ 为逝者讳” 的想法，迟滞着老唐敲击键盘的手指。几种情绪夹杂之下，码字是前所未有的不顺畅。但无论顺畅与否，谨以此文纪念曾经陪伴我们的网友@ 樱桃之王和@ 飞翔铁……

2016 年11 月29 日，雪球用户@ 樱桃之王的主页，在停更25 天后，突然发出一条令人震惊的消息：他已离我们而去，感谢大家对他的肯定，感谢大家一路陪伴。



没有人想到，这位被大家称为数据之王的网友，25 天前，还在不停的贡献各类明细到让人恐惧的数据，25 天后，已经与我们天人永别。

冥冥中，似乎有种可怕的力量，若有若无的存在着。就在11 月3 日，樱桃之王生前最后一条主贴下面，被赞最多的两条评论是：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

精彩评论（10）



丹书铁券 2016-11-03 11:52

这数据真牛。

赞(46) | 打赏 | 回复 | 举报



HawkingWenWen 2016-11-03 11:41


满满的干货，雪球不能离开你，大家不能离开你！

赞(28) | 打赏 | 回复

然而，他离开了，留下了家人，留下了美丽可爱的小女儿，静静的走了……

事实上，在离世通知发出的一个月前，他自己已经明显感知到身体的透支。2016 年10 月28 日，那一天，樱桃之王统计了市场全部基金持股的行业、板块和个股，发布了《2016 年基金三季报：行业市值配置趋势分析》；

阅读7 家银行的三季报，并发布了《图解招商银行2016 年三季报》、《图解浦发银行2016 年三季报》、《图解民生银行2016 年三季报》、《图解工商银行2016 年三季报》、《图解交通银行2016 年三季报》、《图解兴业银行2016 年三季报》七篇长文。

在那天的最后一分钟，樱桃之王写下了这样一个帖子：

10 月29 日中午12 点以前，樱桃之王发布了《图解农业银行2016 年三季报》和《图解光大银行2016 年三季报》长文；

10 月30 日，樱桃之王发布了《图解北京银行2016 年三季报》、《图解华夏银行2016 年三季报》；

10 月31 日，樱桃之王发布了《16 家上市银行2016 年三季报探秘》长文；

11 月1 日，樱桃之王发布了《沪深A 股股东数目大数据（2016Q3）》；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

11 月3 日早上8:55 ，樱桃之王发布了《2016 年三季报沪深A 股业绩大全》，涉及深沪两地2928 只股票的业绩统计；

11 月3 日下午16:32 ，发布人生最后一条帖子，通知大家，已经给《2016 年三季报沪深A 股业绩大全》添加了各行业净利润合计2010 年以来的趋势图，更容易看清哪些行业持续向好！

之后便是11 月29 日的噩耗。

这是老唐去年知道的第二位投资高手的离世。另一位是人称“T 王”的@ 飞翔铁，雪球签名是“ 趋势投资，信奉选择公司做股东，交易降低持股成本” ，是国投和川投的著名股东，写过很多关于两投的精彩原创帖，在雪球留下的最后一个帖子，是转发的我关于国投的“ 手拉手投个反对票” 帖。



据说身家过亿，据说投资回报率高的吓人，据说每天都会大仓位做一遍T ，据说罕有失手。2016 年3 月初（可能是8 号或者9 号），与世长辞。听几位和他私交密切的好友说，年仅五十岁左右。

逝者已矣，生者如斯。樱桃之王和飞翔铁，都已经进入全职投资阶段，无论财富多寡，中产以上是肯定了。或许从收益的角度是成功的，但从人生和家庭的角度，却只能说是充满遗憾的。

恍惚间，老唐又想起巴菲特评价长期资本基金那十几位天才的话：为了得到对自己不重要的东西，甘愿拿对自己重要的东西去冒险，哪能这么干？

资本市场诱惑太多，尤其是你具备了一定的经验或者能力以后，如果你愿意耗费精力，真的可能是满地黄金。如果每块黄金我们都想捡回来，那些可能暗藏黄金的垃圾堆，那些上串下跳的曲线图，会化身一只一只的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

生命水蛭，吸干你的精力，挤占你和家人的休闲时光，让你的世界只剩下金钱、K 线，更多的金钱和更长的K 线……

—— 这不应该是投资人的追求。

—— 投资之本，是长寿，是健康。50 年的15% ，你的获利将超过千倍（20 万的千倍是2 亿），收益率上你会成为世界级的大师，受到的景仰和尊重不会比马云少多少—— 先锋基金创始人，传奇投资人菲利普. 卡雷特，1928 年创立先锋基金，55 年投资生涯里，年化回报13% ，如果从大萧条底部算起，年化回报15% 。

至于日常生活，2 亿的你，20 亿的贾跃亭，200 亿的帅放文（尔康制药的老板），2000 亿的王健林，谁过的更舒爽，可能还真不好说。

以当今我国的人均预期寿命76.5 岁（人均预期寿命80 岁以上的国家有24 个）计算，30 岁左右的樱桃之王和50 岁左右的飞翔铁，或许本应该还有三五十年的投资生涯。50 年的15% ，是千倍回报；40 年的15% ，也有268 倍回报；30 年的15% ，是66 倍……

我们当中绝大多数人，都可能还有30 年至50 年的投资生命。好好呵护自己吧！这是“ 对自己重要的东西” 。如何呵护？我觉着从忘记虚拟利润开始，会是个非常有效的办法。

什么是虚拟利润呢？在上周一老唐发布的《持有等于买入吗？》一文的留言区里，有位朋友留言说：

这个问题本质上等价于：浮盈是否和本金无差别。若承认无差别，那么持有= 买入；反之，若认为持有≠ 买入，则必定认为浮盈和本金有本质差别，那么很不幸，行为金融学告诉我们这是掉进了心理账户和锚定效应的坑里。个人认为持有= 买入，即浮盈和本金没有区别。

这种想法，才恰好是“ 心理账户和锚定效应的坑” ，其带来的最常见结果就是不甘心回吐利润。随着股价上涨，浮盈增加，自我感觉财富增加，开心快乐；股价下跌，浮盈减少，自我感觉财富被掠夺，痛苦伤心。

“ 浮盈” 就是一种虚拟利润，是一种财富幻象。在《手把手教你读财报》96 页，老唐曾经拿中石油举了个例子，原文说：

公允价值带来的增值，很可能只是存在于幻觉中的虚拟财富。如同你打高1 分钱买100 股中石油，总投入约800 元，却能使中石油公司市值增加超过18 亿元一样。

—— 找到这句的时候，突然发现，三年过去了，中石油股价还在8.34 元，依然可以用八百多元让股东增加18 亿“ 浮盈”—— 果然是问君能有几多愁，恰似满仓中石油！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有些事情上，我们非常理智。馆子里有个醉鬼，出价10 万元买一瓶茅台酒，我们不能立刻将茅台公司里库存的20 万吨茅台按照10 万估价，算出库存价值40 万亿；小区里有套房因为某种猫腻，按两倍市场价成交了，你不会马上认为自己身家翻倍了…… 但是很奇怪，到证券市场上，这种理智就不见了。只要有人多出一元钱买了100 股，就会有很多人立刻觉得自己的10 万股赚了10 万元，如果此时有人又降低了一元抛出，好似自己口袋里那一万元丢了一样难受。

一个月以前的10 月27 日，茅台暴涨，最高涨至655 元，收于649.63 元。当天老唐顺手记录过，日记里这样提到：“ 好疯狂，阿茅昨日上涨7% ，今天继续上涨7% ，这速度简直吓人，疯起来刹不住车啊！” 好巧，11 月27 日的账户总市值，居然和10 月27 日账户内总市值几乎一模一样（差别不足一万）。

假设老唐因某种原因一个月没有机会看过账户，今天打开它，看上去就是纹丝没动，市值处于历史新高，简直值得喝一杯。然而，我们待在市场的人感知到的是茅台暴跌！从高点720 跌到昨天低点613 ，下跌超过100 元，跌幅高达15% ，对某些朋友来说已经是肠子悔青。

其实后台已经有好几位朋友问过老唐，为什么700 元的时候不卖？不仅茅台，最近海康、洋河、古井贡B ，自高点的跌幅均在15%~18% 之间，也都面临同样情况。

一种认识是历史新高，一种认识是肠子悔青，产生两种状态的区别是什么？是茅台曾经到过720 元，是海康到过43 元。推到极致来看，背后的原因就是：别人的1 分钱买卖，使你的18 亿得而复失。“ 我的18 亿” 飞了，所以我悔，我痛，我难受……

同样道理，为什么有那么多每天日间盯着曲线图热衷于做T 的朋友？我觉着，可能在他们眼里，那一根根上下晃动的曲线里面都是钱，忍不住想伸手进去把它捉将出来。

是啊，如果在9000 亿出清茅台，如果在4000 亿出清海康，如果……现在重新捡回来，短短的两三周内就获取了超过15% 的利润，这样的美事，老唐，你为什么不做呢？

想啊，怎么不想。市场里的每一分钱，我也想捡回来。但无数次碰壁的经验告诉我，只要我起了这个念头，结局一定是我能捡到的钱更少，甚至是我口袋里有限的金钱，会洒落一地被别人捡走。于是我呆坐默诵：观自在菩萨，行深般若波罗蜜多时，照见五蕴皆空，度一切苦厄…… 远离颠倒梦想，究竟涅槃。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不仅如此，更重要的，我知道，为了捉住那些虚拟利润，我可能需要付出超过当前十倍乃至更多的时间和精力，去研究更多的数据，去观察更多的市场情绪，去盯更多的盘以获得所谓盘感，去观察和分析分时线波动及成交数据，去揣摩每一笔买卖背后隐藏的对手……

这一切，樱桃之王和飞翔铁已经用生命警示我们了。

看看樱桃之王来雪球后发出的第一条帖，看看那纵横交错的无数条趋势线，我大概能揣测到他每天除了看财报之外，还在忙碌些什么……



樱桃之王

2013-10-17 12:10 · 来自雪球

$民生银行(SH600016)$ 今日走到关键点位，分别是上升通道的下轨，同时回踩之前的下降通道上轨以确认。



转发 | 评论 | 赞 | 收藏 | 举报 收起

一个投资者的行为，一定是由其投资体系决定的，什么样的投资体系，必然催生什么样的行为。比如巴菲特所提倡的跳着踢踏舞去上班的理念，就是建立在“① 买股票= 买企业的一部分，② 不要将希望寄托于二级市场接盘侠，③ 占不到便宜就不交易” 三大基础上的—— 见《三年三倍的背后（上）》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以老唐个人在资本市场前后二十多年的傻碰，及无数前辈的摸索和总结，我认为建立在“①买股票=买企业的一部分，②不要将希望寄托于二级市场接盘侠，③占不到便宜就不交易”三大基础上的体系，是老唐理解能力范围以内，“唯一”稳妥可信的、具备逻辑基础的、可以持续盈利的投资体系。

有了这三大基础，当我对企业的内在价值做出一个大致估算后，心态上，自然就如同那副著名的对联：宠辱不惊，闲看庭前花开花落；去留无意，漫随天空云卷云舒。

庭前花、天外云，就是那市场里穿梭忙碌的接盘侠，随着季节交替或者风向变幻，来了又去，去了又来，这是不以任何人意志为转移的经济规律，是在贪婪和恐惧双重驱动永远不变的人性。

作为企业投资人，坚持“ 没有让我满意的便宜占，我绝不将优质企业股权交给他们” 的立场。这一次接盘侠的出价，所包含的“ 便宜” 不能让我满意，我就等花落后再开、等云散后再聚。

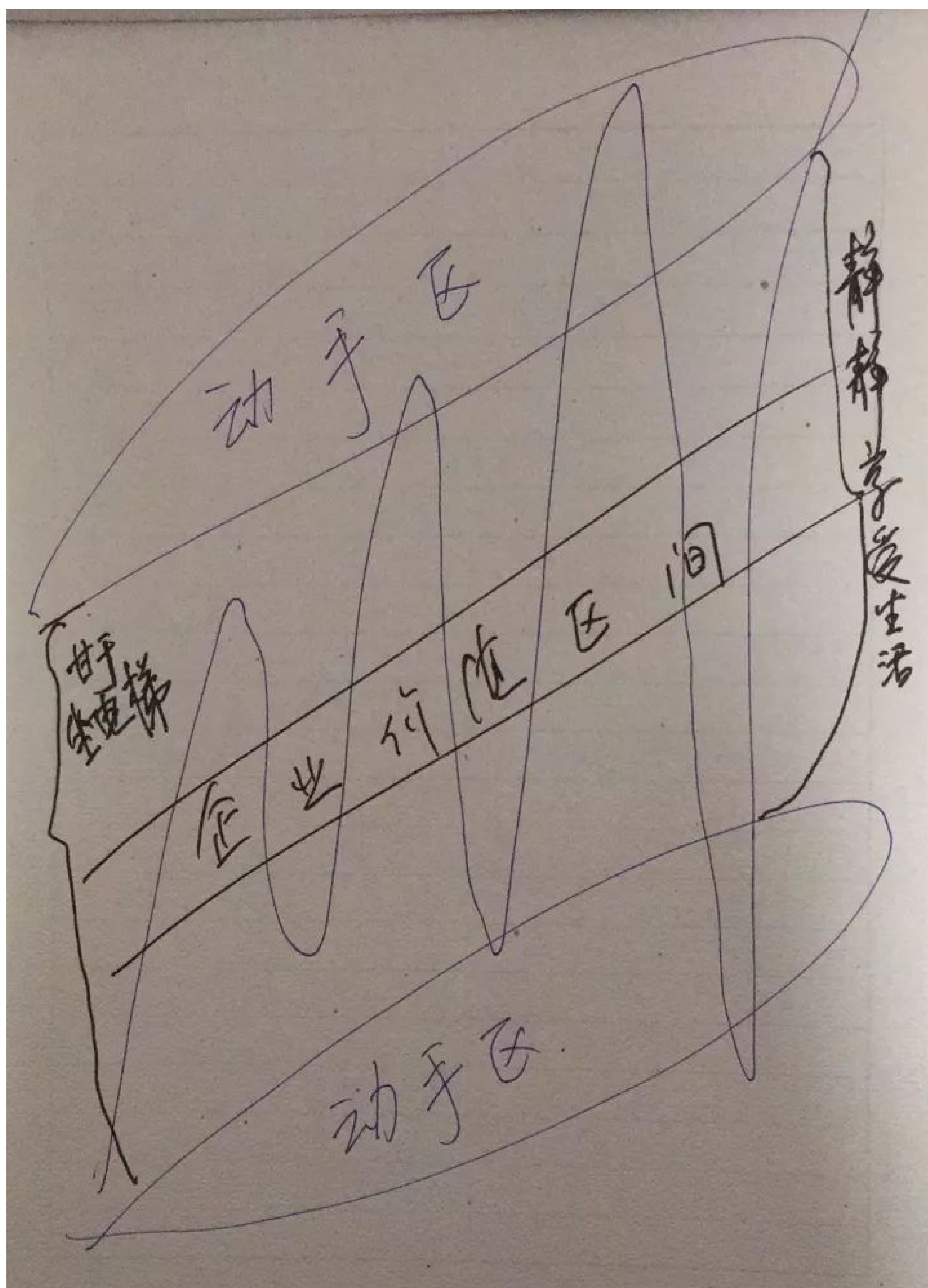
反正我闲看花开、漫随云卷的每一天，我的企业不停地在给我盈利—— 比如在刚刚过去的十天里，一边是股价下跌，一边可以计算的是，阿茅又给股东们赚回来至少七亿现金。再跌一个月，我的股份一股没少，阿茅还会额外多赚二三十亿现金回来，这个我几乎100% 确定。

企业经营获得的净利润，将会分为XY 两部，X 部通过分红回馈股东，Y 部会等下一次疯狂时，接盘侠们抢着乘以三十、四十或五十甚至更高的倍数出价求你卖给他们。想明白这一点，你一定会期望接盘侠晚点来，再晚一点来，等我的企业把Y 垒的更大以后再来……

正因为这样的思想，你才能够在这张图的波动中呆坐不动（2014 年1 月至今茅台股价图），你才能够抵御在200 、300 、400 、500 、600 收割的诱惑，因为你心中有价值锚，因为“ 便宜不够明显，不够大” ，因为你不在乎这波接盘侠跑了，因为你知道花落还会再开，他们走了还会回来……

拒绝虚拟利润的诱惑，坚决拥抱优质企业股权，只有在明显有足够大便宜占的时候才出手，其他时间静静享受生活，这就是老唐今天想跟各位说的。手绘一张示意图（随手乱画，凑合看）：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



寻找一个企业价值会向东北方向斜向发展的企业，在下沿之下和上沿之上，划出让自己满意的“ 便宜” ，有便宜薅一把，没有就静静享受生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

活，等待企业价值区继续向东北挺进。Over ，这就是老唐理解的投资之全部。

祝樱桃之王和飞翔铁安息……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20121208 对保险股的思考

对保险股的思考01

保险股，是今年市场热点之一。龙头中国平安，年内实现翻倍；中国太保涨幅约60% ；新华保险涨幅超50% ；中国人寿涨幅超过30% 。在这个过程中，老唐经常收到询问为什么没有买中国平安，以及建议老唐看看中国平安财报之类的信息。

这样的问题，不是今天才有，过去几年就没断过。早在2014 年7 月27 日，老唐就在雪球上答过一位朋友同样的提问，老唐说：

简单说，就三个字：看不懂。

复杂点解释：保险公司，对我而言，仿佛一个黑箱。其销售保险的收入，仅仅是类似于生产企业的采购部门，采购现金。采购有没有买贵，涉及到无数假设，核心是赔付率和利率。这些假设及其计算，读八年保险精算专业的人才，加上大量数据（还得假设数据是真实的）支持，也未必搞得正确。

确认采购部门没有买亏，然后才谈得上考虑生产部门能不能赚钱。保险公司的投资，就是它的生产过程。判断其每笔投资，是否正确，需要自己了解投资对象，能够评估其价值。这个能力圈要求，实在太大，老唐做不到。

对保险公司的投资，就老唐的看法而言，要么就是信念性的无条件相信管理团队的能力。要么就是赌牛市来临，享受保险公司用别人的钱买股的高杠杆收益。至于分析什么内涵价值云云，自得其乐的天书吧。

老唐既没有无条件相信管理层能力的信念，也因怕杠杆之害而愿弃杠杆之利，因而，包括平安在内的所有保险公司，都不是老唐的菜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



唐朝

2014-07-27 13:23 · 来自iPad客户端

回复@让子弹飞一会20:简单说，就三个字：看不懂。复杂点解释：保险公司，对我而言，仿佛一个黑箱。其销售保险的收入，仅仅是类似于生产企业的采购部门，采购现金。采购有没有买贵，涉及到无数假设，核心是赔付率和利率。这些假设及其计算，读八年保险精算专业的人才，加上大量数据（还得假设数据是真实的）支...展开

转发(7) | 评论(22) | 赞 | 收藏 | 举报

唐书房

上周读《巴菲特的估值逻辑》一书，虽然里面每个案例都是读过的，但借着读它的由头，又把手头相关资料翻出来梳理，趁机把巴菲特投资保险股的几次经典战例做了个汇总，重新列出当时的财务数据和公司情况，逐一推敲了巴菲特那时可能的估值和想法—— 很可惜，还是没有找到下注保险股的理论基石，脑袋里没有感叹号，也没有句号，依然充满着一堆问号……

在我看来，控股保险公司、然后利用保险公司浮存金赚取超额投资收益，是巴菲特成为世界头号股神的绝密武器。若非保险提供的资金杠杆，巴菲特的成就会差很多。

巴菲特早期成立合伙公司的经历，让他很早就尝到了用别人的钱投资的巨大威力……1956 年，巴菲特合伙公司开张，募集总资金10.5 万美元，其中巴菲特投入100 美元。

其后，由于巴菲特良好的投资收益，不断吸引到资金入伙。按照巴菲特年收益率高于4% 以上的部分提成25% 的规矩，到1966 年，巴菲特的提成再投入收益累积的已经很吓人了：1966 年1 月，巴菲特给合伙人的信里，嘚瑟自己在合伙公司里的资产：684 万9936 美元。

685 万美元，如果按照1965 年35 美元/ 盎司的黄金价格折算，这笔钱约相当于今天的2.5 亿美元，大概相当于16 亿人民币—— 千万别再相信巴菲特是老了才富的。1966 年小巴才36 岁，36 岁16 亿人民币，就是放在帝都也算小土豪一枚了。只是因为他接下来的50 年赚得实在太多（目前身家超过800 亿美元），所以给人一种错觉，好像巴菲特是老了以后才赚到钱的。

早在1951 年，巴菲特还在本杰明. 格雷厄姆手下读书的时候，有个周末，他摸到了格雷厄姆投资并担任董事长的一家保险公司去。那家保险公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

司除了门卫以外，就只有一位投资主管在（也有说是副总裁的）。投资主管接待了这个大学生。不知道是闲的，还是因为这小伙子格外讨人喜欢，总之，这位投资主管花了4 个小时，给小巴介绍了保险公司是怎么运营的，如何构建保险公司的竞争优势等等。

21 岁的大学生回到家，不仅把自己的过半身家买进了这家公司的股票（一共买了350 股，投入10282 美元），还写了一篇名叫《我最喜欢的股票》投稿到报社“ 吹票” （发表在1951 年12 月6 日出版的《商业和金融年鉴》上，全文见明日次条）。可能吹票效果不错，1951 年底，已经升值到13125 美元。第二年，价值投资者、格雷厄姆的忠实弟子、未来的股神沃伦. 巴菲特，“ 落袋为安” 清仓跑了，连本带利收回15259 美元。

应该就是在那天，巴菲特弄懂了一个概念：浮存金。25 年后，这个大学生再次大手笔进入这家公司，并最终全资收购了它。那天花费4 小时教他的投资主管，成为了这家保险公司的CEO 。这家保险公司叫政府雇员保险公司（Government Employees Insurance Co. ）缩写为GEICO ，也称盖克保险。

简单粗暴小科普：所谓浮存金，指的是顾客购买保单时，钱就交给了保险公司，但赔偿的义务要等到索赔发生时。这期间，这笔钱在财务上是保险公司的债务，但保险公司可以用这笔钱去投资。当投资收益高于保险公司获取这些浮存金的成本时，保险公司就赚到了利润。

保险公司获取浮存金的成本，可以用综合成本费率来观测。一般保险公司保费的综合成本费率会控制在略高于100% ，甚至某些优秀的保险公司，综合成本费率会低于100% ，比如巴菲特旗下的盖克保险，再比如长期费用率100.6% 的通用再保险。

所谓综合成本费率100% ，简单理解就是保险公司的保险销售收入，减去全部赔偿支出，减去公司经营费用后，不赔不赚。

好比1 万人买某种车险，经过精算该险种索赔概率为10% ，索赔平均金额为2000 元，平均每份保单平摊的各类经营及税收成本是60 元。那么在上述假设准确的情况下，该保单售价定在260 元时，不赔不赚。

如果能高于260 元销售、或最终索赔概率低于10% 、或索赔平均金额低于2000 元，保险公司使用客户资金的成本为负，即不仅所有资金的投资收益归了保险公司，客户还额外倒贴了一笔钱给保险公司。

这就是保险公司最大的奥秘……

巴菲特再次接触保险股，已经是1967 年。是一个共同熟人介绍的一家未上市保险公司：国民保险公司（National Indemnity Company ）。这家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

保险公司的交易，给我留下一个深深的疑问，至今没有解决。

国民保险是杰克. 林奇尔特创立的，主要经营车险、火灾险及伤害险（不经营寿险，巴菲特从来不买寿险，后面聊），是一家非常成功的保险公司。

巴菲特对其觊觎已久，根据《滚雪球》的记载，巴菲特曾经叮嘱那位共同的熟人，只要杰克有卖出的意图（据说杰克每年会有15 分钟心情沮丧，有卖掉公司退出江湖的冲动），一定要第一时间通知他。

某一天，杰克又进入烦躁期。

那位共同的朋友马上打电话问巴菲特“ 这几天有时间会面吗？”

巴菲特立刻回答“ 今天下午怎么样？” 然后他们见了面。

巴菲特在15 分钟以内，同意了杰克的一切要求：不搬经营地址，不解雇任何员工，并在自己给国民保险估值为每股35 美元的情况下，答应了杰克每股50 美元的要价。甚至为了防止杰克找借口变卦，巴菲特提出相信杰克，交易前不用对报表进行再审计。

杰克被逼到死角，无话可说，只好真的把公司卖给了巴菲特。

现在问题来了：国民保险是一家“ 比宣传的更好” 的保险公司（巴菲特接手第二年公开说的），1967 年保费收入1680 万美元，净利润160 万美元，而巴菲特给它的估值仅仅600 万美元，杰克的开价也不过860 万美元。这两位都是超级熟悉保险经营的绝顶高手，一个估值不到4 倍市盈率，一个开价不到5.4 倍市盈率，为什么？？

更百思不得其解的是，当时国民保险公司拥有价值3190 万美元的投资组合（即浮存金的对外投资），其中债权类2470 万，股权类720 万——这笔投资在接下来的两年增值为4200 万美元，这至少可以让我们反推，该组合价值在当时是公允甚至是低估的。

一家经营的非常好的保险公司，拥有近3200 万美元的浮存金，当年净利润160 万美元，原老板开价860 万美元，巴菲特估值600 万美元，最终以860 万美元成交，5.4 倍市盈率。买卖双方无疑都是业内高手高手高高手，为什么只给它这么低的估值？—— 备注：收购后的次年，净利润220 万美元，相对于收购价而言，不到4 倍市盈率。

巴菲特无疑是大赚了，但我感兴趣的问题在于：在他们达成协议的那一瞬间，为什么两位内行对该公司的估值，都低到让我们觉得不可思议？这中间究竟有什么我们没看懂、没看见的风险，导致双方认为这样一家保险公司只值5.4 倍市盈率？我至今没有找到答案。你有吗？

（未完待续…… ）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对保险股的思考02

原创 2017-12-09 唐朝 唐书房 唐书房

与巴菲特一生瓜葛最深的保险公司，是巴菲特经常拿出来嘚瑟的政府雇员保险公司（GEICO ）。公司是利奥• 古德温于1936 年在得克萨斯州创立的，当时，他是得克萨斯州一家保险公司的会计。

古会计通过对事故统计分析研究，发现联邦政府、州政府及市政府的雇员比普通人发生事故的几率要小。同时，古会计发现如果可以绕过保险代理人，为这些事故率低的驾驶员提供保险的话，每销售一份30 美元的汽车保单，就可以节省6 到7 美元。

于是，古会计注册成立了政府雇员保险公司，主要定位就是通过直销，将低价汽车保单卖给政府官员和军人们（不神秘，就是公务员军人额外打七折）。就这样业务逐渐扩大到全国，险种主要是车险和房屋险（注意：不搞寿险）。

盖克保险将省下来的成本体现在保单价格上，而低价保单又带来更多客户。按照大学生巴菲特发表在报纸上的吹票文（全文见今日次条）的表述：1949 年，盖克的保险利润与保费之比为27.5% ，同期国内全部133 家同行仅有6.7% 。1950 年，整个行业恶化，行业保费利润率下降到3% ，同期，盖克保险利润率18% 。1951 年上半年，所有保险商在人身伤害险和财产损失险方面都出现了严重的亏损，例如马萨诸塞州保险公司出现16% 的亏损，新阿姆斯特丹事故险公司的亏损比例为8% ，标准事故保险公司的亏损比例9% ，同期政府雇员保险公司却保持9% 的利润率。

就是因为这样的原因，小巴花了自己过半身家，投入10282 美元，买进350 股，第二年跑了。大概是不到30 元买的，43 元多跑的，净赚约48% 的样子。

时光如梭，转眼来到了1976 年，当年的大学生小巴，已经成为美国知名巨富，经常跟着《华盛顿邮报》老板凯瑟琳. 格雷厄姆（和价值投资教父本杰明. 格雷厄姆无关，就好比两个华人恰好都姓王而已）出入上流社会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

盖克也已经成长为全美国最大的汽车保险公司。然而，正是因为过度追求成长，加上政府推出的“ 无过错赔偿” 新规，以及被意料之外的通胀水平推高的汽车维修费和人员医疗费，盖克陷入了困境。

1975 年，盖克保费收入约9 亿美元，但公司巨亏1.26 亿美元（承保亏损1.9 亿美元，经投资收益弥补后亏损1.26 亿美元），频临破产，股价也从历史高价60 多美元，跌到2 美元。更恐怖的是，面临1.9 亿承保亏损，公司为未来客户索赔所计提的准备金不足。所以，全国多个州的保险委员会准备宣布盖克保险破产清算。

此时，巴菲特耗子扛枪—— 起了打猫心肠，重新盯上了这家曾由自己导师担任董事长的公司。老唐深度怀疑，其中不仅仅有赚钱的因素，可能还有与导师一争高低的想法，看看谁的投资理念更高明。

为什么这么说呢？插播一段趣闻，节选自《巴菲特传：一个美国资本家的成长》：

大约是在政府雇员保险公司陷入困境的时候，本杰明. 格雷厄姆让巴菲特和他合著《聪明的投资人》修订版。他俩通过写信互相联系，但是巴菲特发现自己和老师之间有一些根本性的分歧。

巴菲特希望在修订版中有一个章节专门论述何为“ 优秀企业”（例如喜诗糖果公司），而格雷厄姆认为这样的内容对于一般读者太过艰深了。

而且，格雷厄姆建议一个人投资于股票的资产占个人总资产的比例上限为 75% ，而巴菲特更加激进，他认为如果某只股票价钱合适的话，他会押上全部家当。

巴菲特执意坚守自己的观点，因此放弃了这本书合著者的身份，只是让自己的名字出现在书的致谢部分。

有意思的是，没有什么比政府雇员保险公司的股票更能彰显两人在投资哲学上的分歧了。格雷厄姆说它缺少安全性，在公司濒临破产时的确如此。巴菲特则认为如果管理得当，这将是一个千载难逢的投资机会，于是他紧密地关注着公司的变动。

1976 年4 月，盖克股东大会上，400 多位高呼CEO 下课。5 月，新的CEO 、来自旅行者保险的保险业老手约翰. 伯恩到位。巴菲特通过凯瑟琳. 格雷厄姆以及伯恩前任两处关系，联络伯恩到凯瑟琳家里一叙。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

据伯恩回忆，那一夜，巴菲特持续拷问了他几个小时。那一晚，俩人究竟密谈了些什么，今天已经无法重现。但通过他们后来的行为，可以反推出他俩计划的能让盖克起死回生必须采用的措施：

1. 砍掉一切高成本保单，或提高这类保单的价格，将综合成本费用率重新回到100% 以下。重回承保不追求规模、要追求利润的盖克老路；

2. 寻找同行，对公司进行再保险救济；

3. 迅速融一笔资金，增加公司资本金；

4. 说服保险委员会，不要宣布盖克破产清算。

道路1 ，伯恩在和巴菲特会面以前，已经砍掉了约100 家分支机构，裁员近半。而且在新泽西州保险委员会主席拒绝盖克提高保险费率时，伯恩直接把当地经营许可证拍在主席桌子上：“ 还给你这该死的执照，我们不再是新泽西州的公民了” ，然后立刻解雇了州内700 名员工，并通知州内30 万承保客户另寻保险公司。这些行为，已经展示出伯恩放弃追求规模增长、重回追求承保利润的决心。

和伯恩分手后几小时，巴菲特就吩咐自己的经纪人在2.125 美元的价位吃进价值50 万美元的盖克股票，并继续扩大投资规模到超过400 万美元（这不算内幕交易咩？ ）

然后巴菲特安排伯克希尔公司，对盖克保险提供再保险，向市场释放信心。接着，巴菲特亲自打电话给美国保险业监管负责人沃乐科，说伯克希尔准备大举投资盖克，请沃乐科不要这么着急关掉盖克。

听到巴菲特投资盖克的消息，原本已经拒绝了伯恩的所罗门兄弟公司二把手古特弗罗因德（还记得这家公司吗？这位老古后来担任了所罗门的董事长，老古之后的所罗门董事长就是沃伦. 巴菲特）答应给盖克承销价值7600 万美元的优先股，以募集盖克急需的资本。《巴菲特传》里的原话“ 在承销前不久，巴菲特告诉古特弗罗因德，说他愿意买下所有的股票”

OK ，2. 再保险救济；3. 融资增加公司资本金；4. 说服保险委员会，三件事齐活，巴菲特金身自带。随着伯克希尔的再保险带来的信心，以及优先股募集的资本金到位，监管当局和其他再保险公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

信心，自然也就重新燃起，一切回到正轨，股价在半年内上涨到超过8美元。

伴随经营情况的不断好转，巴菲特不断增持，1977 年持有3350 万美元，1980 年增持至720 万股。到1989 年，盖克的年度净利润突破2 亿美元，相比而言，巴菲特1976 年买入的时候，盖克总市值才5600 多万美元。

1995 年，巴菲特以46 亿美元的估值（对应1995 年盈利水平，约15 倍左右市盈率），收购了盖克剩余股份后退市，使盖克成为了伯克希尔全资子公司。

这么一家经营情况全美最优的保险公司（1951 年吹票文展示），24 年后频临破产，这一切不过是因为公司更看重增长。老唐读到这儿就在想，假设我自己投资了70 年代初正在高增长的盖克，我能从一片高增长数据中嗅出几年后它频临破产的信息吗？想来想去，我估计我自己看不出来。

赔付没有发生的时候，精算模型很美妙，就和《赌金者》里面的完美数学模型一样，展示的全是稳定靠谱的、完全合乎会计规则的利润，没有人知道盖克突然间就能一年亏损1.9 亿美元，CEO 想不到，更不用说我了。

另外，巴菲特准备介入时，盖克东山再起所需四大条件，公司具备一条，巴菲特自带三条。这笔投资有可模仿性吗？我认为没有，也就是说，假如当时是你我，口袋有那么四五百万美元，面对同样情况，面对同一位新CEO ，也抵足而眠、彻夜长谈，但是你我投下去，几乎确定额头刻个龙飞凤舞的死字。

而且，这次投资里，还隐含了一个巴菲特有、你我没有的条件，咱们在下一篇里说（未完待续…… ）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对保险股的思考03

原创 2017-12-10 唐朝 唐书房 唐书房

昨天，正在深圳参加雪球嘉年华的杨天南兄，读了老唐的《对保险股的思考》前两篇后，紧急发来一段补充资料，是他即将完工的译作《戴维斯王朝》里的内容。

资料说的是以投保险股而扬名天下的戴维斯，恰好在巴菲特盯上濒临破产的盖克保险时担任盖克董事，持有大量盖克保险股票。两位大师在拯救盖克的问题上，发生了尖锐的冲突，并直接导致戴维斯将盖克股票清仓。

两位顶级大师“ 擦肩而过，互致问候” 的记录，真是难得一见的精彩。感谢天南兄的分享，老唐临时在原本写好的本文里。加上这段，将原文拆成两篇，同时推送。

说到戴维斯，老唐倒是要先提醒一点，在我的记忆里，财务投资保险股（就是和我们一样，无意愿或无能力控股保险公司，不参与保险公司经营的投资者）的知名投资人，好像就只有戴维斯家族。没听说其他哪位投资大师在保险股上获利丰厚。

巴菲特不算，他不是投资保险股，他是控股保险公司，然后掌控浮存金获利。你我如果学习巴菲特投保险，那是东施效颦，失之毫厘谬以千里了。

所以，请千万不要忘记最重要的一点：戴维斯家族扬名天下的投资手法是“ 戴维斯双击” ，其简单介绍老唐写在《手把手教你读财报》126 页，原文部分摘抄如下：

戴维斯双击是美国戴维斯家族的投资哲学…… 戴维斯双击的思路很简单，就是寻找10 倍以下市盈率、经营业绩年增长能达到10%~15%的企业，享受其业绩增长和市盈率增长对股价的倍增效应。

如某企业今年每股收益1 元，预期年增长能达到15% ，当前市盈率8 倍（眼下A 股这类企业不罕见），股价为8×1=8 元。假如五年后市场情绪回归正常，给该公司15 倍市盈率（A 股经常在牛市中给30~50 倍市盈率），那么五年后的收益为2 元，股价为15×2=30 元。投资者5 年3.75 倍，折合年复合收益超过30% 。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

与戴维斯双击相反，股价承受了估值和收益双下降打击，被投资界称为“ 戴维斯双杀” 。如果只是市盈率或收益的上升或下降带来的股价变化，投资界称之为“ 戴维斯单击” 或“ 戴维斯单杀” 。

戴维斯一家三代，坚持这一投资哲学，扎根保险行业，对低估值保险公司进行大量分散的投资，成就了投资界的传奇。但是，我不认为这个传奇，可以作为“ 保险股大有可为” 的论据，它更近似于低估+ 分散+ 能力圈三者的结合，将戴维斯双击的哲学，放在专注其他行业的投资者手上，老唐敢确定，投资回报也不会差。

因此，如果我们买进二十倍三十倍甚至更高市盈率的保险股，可以用我们的任何理解或信仰背书，但不要让戴维斯祖孙三代背锅，他们对此从始至终都是拒绝的。

好了，下面附上天南兄分享的有关盖克、戴维斯和巴菲特的精彩故事：

当戴维斯六十年代初发现盖可的时候，已经52 岁。他的研究将他引入了巴菲特和格雷厄姆涉足的领域。盖可保险公司可以用客户的保费支付索赔，因此公司的投资组合可以原封不动、不受影响，这令戴维斯印象深刻。

当公司持有的投资以欢乐的复利速度增长，盖可迅速成为一只现金牛。由于戴维斯持有相当的盖可股份，公司要求他成为董事会成员。

到了七十年代，飙车行为、慷慨的理赔委员会、欺诈索赔等等这些开始困扰着这家业内收益最为可靠的公司。当时，美国人口中年轻人比例之高，前所未有，满街都是青少年驾驶员。他们喜欢改装车辆，增大马力，加装闪光片，这些更加鼓励了他们鲁莽的狂欢。 “ 严重程度”—— 这是业内用于形容意外事故率的词 —— 呈现上升趋势。

到了六十年代后期，通货膨胀的发生更是让修车费用和意外事故的成本大大提高。而理赔评审委员会更是前所未有的慷慨，连斜视这样的小问题都可以演变为法律诉讼，成为有利可图的消遣。

如同雪片般飞来的莫名其妙的裁判，令保险公司步履蹒跚，盖可的CEO 拉尔夫• 佩克选择了公司历史上最糟糕的时刻放松承保政策，开始向体制外人士出售保险。然而，这一新政策的实施带来的令人兴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

奋的新客户，却导致公司的更为昂贵的损失，索赔上升，准备金下降。

1974 年到1975 年，公司一直向媒体和董事会隐瞒了事实真相，包括戴维斯也被蒙在鼓里。最后，是一位董事会外聘的审计师透露了这一坏消息。索赔的总额已经超过了公司的资产。1975 年，盖可保险公司宣布令人难以置信的亏损，数字为1.26 亿美元。在公司股价触及42 美元的高位之后，一路跌去90% ，股价达到4.80 美元。

戴维斯作为盖可公司最大的股东，此刻却成为最大的输家，本•格雷厄姆比他也好不了多少。戴维斯这个时候已经八十多岁，他有时住在加利福尼亚，有时住在法国。格雷厄姆将毕生的大部分身家都投入了这家下沉中的企业。

在这场危机中，戴维斯从瑞士的大使任上返回美国。1976 年400 多愤怒的股东聚集在华盛顿的斯塔特勒希尔顿酒店，对公司高管们进行讽刺挖苦。一个月后，公司CEO 佩克下台。

戴维斯跻身于巡视委员会搜寻新CEO 人选。曾受雇于旅行家集团的杰克• 伯恩成为新任CEO 。伯恩迅速关闭了盖可在各地的100 间办事处，消减了一半的雇员。尽管如此，公司依旧盘桓在破产的边缘，股价进一步跳水，跌到了每股2 美元。

这时，伯恩的一个熟人—— 《华盛顿邮报》的出版人凯瑟琳• 格雷厄姆（她与巴菲特的导师本杰明• 格雷厄姆并无关系）打电话给他，提出了一个神秘的建议。她说如果伯恩愿意的话，她的一个不愿透露姓名的朋友可以为其出谋划策。

一开始，伯恩拒绝了，但稍后有人告诉他，这个神秘人可能是格雷厄姆在报业上的商业伙伴巴菲特。于是，伯恩给格雷厄姆回了电话，约定了在她那里会面的时间。

会面当天，当伯恩走进门口，巴菲特已经在客厅里等他。这位盖可保险的前股东与现任CEO 相见甚欢，一直聊到了天黑。巴菲特想知道，盖可保险公司是否依然是一个低成本运营的公司，伯恩肯定了这一点。

伯恩坚持认为，如果公司能幸存下来，一定会重返当年传奇般的高利润时代。基于这些肯定，巴菲特以每股2.125 美元的价格购买了50 万股盖可的股票，并承诺日后会买进更多，数以百万计。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

同时，巴菲特敦促伯恩筹措更多资金。于是，伯恩通过出售2700 万新股的方式筹集了资金，发行的新股中有1800 万普通股，外加派息率具有吸引力的9 百万优先股。

巴菲特- 伯恩的紧急求援计划导致董事会成员的两极分化。戴维斯反对发行新股，因为他认为此时以地板价过度发行的新股会摊薄未来的利润，并拖低未来的股价，是对股东的伤害。

脾气暴躁的AIG 公司主席汉克• 格林伯格希望先挽救公司，然后再慢慢处理细节问题。格林伯格在AIG 也持有大量股份，他认为“ 如果公司破产倒闭了，什么都归零，谁还在乎摊薄不摊薄的问题” 。

经过一番激烈的争吵，戴维斯怒气冲冲地离开会议室，回到自己的办公室之后，立刻抛售了他手中持有的全部盖可股份。当时，盖可的股价已经涨到原来的四倍，从2 美元上升到8 美元，这应该感谢巴菲特的大力买入。

通常，戴维斯不会让情绪影响投资，但是这一次，他实在太生气了，以至于忽略了盖可公司未来的盈利、以及巴菲特数百万投资所带来的信心。直到戴维斯的晚年，他都在为卖掉盖可股票而感到后悔。

在实施了巴菲特- 伯恩的的紧急计划数月之后，盖可公司回购了一些伯恩为紧急筹措资金而发行的新股。这次回购是一个强有力的证据，证明盖可保险公司已经度过了最艰难的时刻。

戴维斯给伯恩打电话，“ 杰克，” 他说，“ 如果我知道你会采取反摊薄措施，我就不会卖出股票了。”

自始至终，戴维斯始终有机会重新投资盖可，但他一直没有这么做。最终，戴维斯在法国普罗旺斯的艾克斯去世，时年82 岁。当时，盖可保险公司依然处于前景不明的状态。

再次感谢天南兄的分享，也期待着《戴维斯王朝》天南译本尽快出版。

另外，昨天有位朋友在评论区问老唐，说“ 盖克在巨亏之前，财报上就没有什么征兆吗？总不可能罗马一夜之间坍塌吧？” 评论区写不了多少字，老唐回复说：“ 以现有资料看，盖克还真是一两年时间内就倒塌的” 。从上面天南兄发来的文章描述里，很明显，格雷厄姆和戴维斯都没能提前看到坍塌的迹象，而且戴维斯还在巴菲特进入后，割肉走人了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

另外，老唐再附上当时本杰明. 格雷厄姆接受媒体采访时说的一段话，也能佐证格雷厄姆没有从财报上读出盖克的衰落迹象—— 备注，目前不太清楚这段采访，发生在巴菲特有意向入主以前还是以后。

提问者小哈特曼• 巴特勒：你认为政府雇员保险公司会起死回生吗？

本杰明. 格雷厄姆：是的，我想它会的。没有什么确凿证据说明它不会起死回生。但自然而然，我也会扪心自问，这一切会不会是因为公司规模扩张过快而没有顾及有可能产生的巨大损失而造成的。

一想到一年里有可能损失这么多的资金，我就不寒而栗。难以置信！在刚刚过去的几年中，不知有多少大公司每年都设法承受500 万美元或1 亿美元的损失。这些在过去都是闻所未闻的事情。损失那么多的资金，你也得是个天才。

看看格老用词“ 不寒而栗，闻所未闻” ，甚至用上了网络嘲讽语“ 损失那么多资金，你也得是个天才” ，恐怕完全可以确定，格老是没能从财报上提前看出迹象。当然，保险专家戴维斯大师更惨，直接割肉走人，做了巴神的对手盘。

（未完待续…… ）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对保险股的思考04

原创 2017-12-10 唐朝 唐书房 唐书房

在戴维斯家族扎根保险业的几十年里，他们观察到一个规律，小的保险公司，生存能力很弱，稍不小心就死翘翘了。戴维斯家族这样表述这个问题：

保险业始终困在一个无法解决的公共关系问题中。一个人尽皆知的公司品牌并不一定价值连城，这与其他行业不同，也很少有。

消费者可以偏爱可口可乐、舒洁面巾或是强鹿草坪机，但没有人特别喜欢国家农业汽车保险或是保德信人寿保险。精明的顾客会挑出那些在信用评级机构眼中获得好分数的保险公司，再“ 价比三家” ，找出保险最全面、价格最低廉的一家。

是政府雇员保险公司还是旅行家公司，再或者大都会保险，公平保险，其实都无所谓。通常，他们买的就是当地代理商向他们推荐的那种，他们对这些竞争者基本上都是一视同仁—— 同样的怀疑和憎恶。

如果有什么不幸发生，比如死亡、病痛或受到伤害，他们的钱就花得值；如果风平浪静，他们就会抱怨，购买保险真是滥要价。提高价格的公司总是落下一个贪婪诈骗的恶名，但其实它们的利润只是九牛一毛。

在财产保险、意外伤害领域，连续的丰年过后是一连串的荒年。丰年因巨灾而起—— 飓风、地震、洪水— 造成数十亿的索赔总额、资产负债表失衡、财力薄弱的公司只得以破产告终。实力更胜一筹的公司留存下来，重新组合、提高价格，维持着并不稳定的繁荣投入到更激烈的竞争循环中。

那么，小型保险不太靠谱，大型保险公司的命运又如何呢？正好，巴菲特还真收购过一头超级大象—— 通用再保险公司（和通用汽车没有关系），而且出价很高，显示了巴菲特对此非常乐观。让我们看看这笔收购的命运如何，我们从中又能学到些什么。

1998 年12 月21 日，伯克希尔. 哈撒韦以每股276.5 美元，总计220 亿美元的价格，收购了通用再保险公司100% 的股份。通用再保险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1997 年保费收入83 亿美元，净利润9.36 亿，每股净利润11.76 美元（1996 年10.78 美元），巴菲特出价相当于23.5 倍市盈率。

通用再保业务主要集中在财险的分保，这部分收入约67 亿，占据1997 年保费收入的80% 以上。由通用收购另一家再保险公司（科隆再保）带来的寿险和健康险部分，占比约15% ，其他业务占比约4% 。

收购前的11 年公开数据里（1987~1997 ），通用再保的北美地区财险综合成本费率均值是100.6% （这里必须夸一下盖克，盖克保险长期在95% 左右），也就是说赔出去的赔款加上经营支出，合计比收到的保费略高0.6% 。其他地区和业务的综合成本费率稍高，平均值为103% 。

公司的赚头，主要靠拿着客户的资金投资。例如1997 年，税后投资收益9.69 亿。投资之外的部分，是负的0.33 亿美元。投资之外的部分，虽然是负的，但我们可以将其理解为融资成本。产生9.69 亿税后投资收益的投资组合，价值246 亿美元，其投资部分的税后收益率其实很低的，仅仅3.94% ，只是因为“ 融资” 成本更低（一共才0.33 亿），这样才给通用再保险产生了9.36 亿净利润。

事实上，通用再保险的净资产回报率也不高。1997 年末，公司净资产约82 亿美元，ROE 也就不到12% 。收入和净利润增长也不算出色，过去10 年保费收入复合增长率10.2% ，净利润增长率6.6% 。就这样一组数据，你怎么也想不出一贯谨慎（kou’ men ）的巴神，怎么会给出一个23.5 倍市盈率的收购价呢？

老唐把自己的脚放在巴神的鞋上想来想去，我估摸着，巴菲特看见这组数据的时候，脑袋里想到的第一反应绝不是怎么样把-0.33 变成0.00 ，也不是9 亿多净利润究竟值200 亿还是值220 亿，而是：“哇靠，这么大笔浮存金放在通用账上，收益率3.94% ，真真一颗好白菜让猪拱了。要是246 亿美元在咱老巴手上，怎么地也要从3.94% 变成9.43% ，我滴神，那投资收益就不是9 亿多，而是23 亿多。”

当然，这肯定不是唯一原因。对于收购通用再保险，巴菲特自己是这样表述的，下面这段文字，摘自伯克希尔1998 年年报，我放在下面，有兴趣读的可以看看，直接跳过也无妨，反正其核心意思就4 句话：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

① 通用再保很优秀，经营上我们不管；② 被伯克希尔全资收购退市后，通用再保不用再去考虑利润波动过大会影响债信评级、造成市场市盈率波动等因素，不用再为了平滑利润而放弃一些业务；

③ 通用再保的投资业务，伯克希尔要接管；④ 通用再保可以和盖克形成协作—— 这是我记忆里，巴菲特的收购生涯中唯一一次谈到了所谓1+1 ＞2 的协作效应。这理由，原本一直是他和芒格嘲笑的对象。

12 月21 号我们完成对通用再保公司220 亿美金的购并案，除了拥有这家全美国最大的产物险再保险公司之外，这家公司亦拥有世界上历史最悠久的再保公司- 科隆再保82% 的股权，两家公司合起来将可接受所有保险险种的再保险，并在全世界124 个国家设有营业据点。

几十年来，通用再保代表的是再保业界品质、正直与专业的保证，而在隆. 佛格森的领导之下，这个招牌更加获得肯定。关于通用再保的专业，伯克希尔实在没有太多的东西可以给他们，反倒是他们应该有很多的东西可以教我们。

不过我们仍然相信伯克希尔作为股东，可以让通用再保在许多方面受益，而在往后的十年内，通用再保的获利情况应该可以比合并之前要好的许多，而我们的自信心完全建立在我们能够给通用再保提供一个可以完全自由发挥的经营环境。

让我们花一点时间来了解伯克希尔入主，能够怎样帮助通用再保的发挥。再保险的需求大部分来自于第一线保险公司想要规避大型的意外损失所造成获利状况大幅波动的风险。事实上，再保险业者就是因为吸收保险业客户想要规避的变动性而存在。

讽刺的是一家上市的再保险公司必须要同时接受股东以及外界评估其获利稳定的检验，因此盈余变动过大将会影响其债信评级与市盈率。就算就长期而言，这家公司或许可以获得更有利的平均报酬，市场的现实有时却可能导致再保公司因此犯下重大的错误，包含被迫放弃原先接下的一大部分业务或放弃上门的好生意，只因为要避免带来获利的不稳定性。

不过伯克希尔却很能够接受这样的不确定性，只要就长期而言，它的预期报酬能够有好的表现。更重要的是，伯克希尔可以说是资金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的诺克斯堡金库，任何盈余的剧烈变动一点也不会影响到我们的债信评级，也因此我们有能力、也有意愿签下并自留没有任何上限的再保保单。事实上，过去十年来，我们早已运用这个优势建立起强大的巨灾保险业务。

而通用再保可以给我们的是行销通路、技术背景与管理技能，让我们得以将原本拥有的财务优势更充分运用到保险业的每一个层面。尤其是通用再保与科隆再保现在可以加速投入国际市场，这块大家看好将呈现高成长的处女地。

就像合并案的公开说明书中所强调的，伯克希尔将为通用再保带来租税与投资上的优势，但是更重要的原因还在于通用再保的优秀经营阶层将可以在既有的基础上，摆脱原有的种种束缚，尽情地发挥其潜能。

伯克希尔将会承担管理通用再保投资组合的工作(科隆再保部份不包含在内），除此之外我们并不会干涉通用再保的承保业务，我们只是很简单地要求他们继续维持原有的原则，同时利用伯克希尔强大的财务实力以及盈余变动的超强忍受力，增加自留业务的比例、扩大现有产品线、增加业务区域。就像是我们一再强调的，我们宁可接受变动剧烈的15% ，也不要稳健平顺的12% 。

相信只要给他们一点时间，隆跟他的团队一定能够将通用再保的潜力发挥到极致。我跟他已经结识好几年了，彼此之间也一直维持有再保业务上的往来，事实上，通用再保在1976 年GEICO 东山再起的过程中，就扮演了极为重要的角色。

老唐之所以长篇引用这么长一段，是想让大家注意到巴菲特对这次合并的乐观，以及对购买通用再保的信心。

即便是巴神如此信誓旦旦，然而并没有那啥用。就在巴神公开发表“ 这次结合可以保证伯克希尔和通用再保的股东看到一个更加美好的未来，如果这两家公司独立发展的话，这种未来恐怕是遥不可及的” 的乐观时刻，市场连续给了巴神几记响亮的耳光。

1998 到1999 年，全球连续发生了多起重大灾难事故，包括席卷加勒比海地区和美国的乔治飓风、美国加拿大暴风雪、布鲁塞尔机场大火、奥德地区重大水灾、环球航空公司空难、悉尼大冰雹、台湾大地震、土耳其大地震，凡尔赛暴风雨、纽约韦斯特切斯特大火等等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

除了这些天灾以外，通用再保1999 年还为五部好莱坞电影提供了保险，结果五部电影全军覆没，直接导致损失1 亿美元。

年底一算账，1999 年，通用再保为每1 美元的保费收入，花了1.25 美元的赔偿支出。这个糟糕状况，直接拖累伯克希尔股价跌破净资产值。著名的《福布斯》杂志，幸灾乐祸地发表言论称“ 沃伦. 巴菲特1998 年收购通用再保的时候，可能根本没有预料到所面临的...... 风险” 。

2000 年的巴菲特致股东信里，巴菲特写到：

通用再保险公司的形势已经开始出现了明显好转。隆. 佛格森和琼. 布兰登、海德. 蒙特罗斯，还有很多极具天赋的管理人员共同在2000 年采取了一些措施，使公司的盈利水平恢复到以前的标准。

尽管目前的定价还不能说是非常合理，但至少我们已经对一些严重亏损业务的价格进行了重新调整，并取消了其中部分业务。

这里巴菲特公开夸了CEO 隆. 佛格森，然而你不知道的是，2001 年，佛格森退休后，曾在2001 年3 月25 日的《商业周刊》上发表了一封信，里面有这样两段话：

对于《金融》（2001 年3 月4 日）针对伯克希尔公司刊登的《巴菲特这一次的选择正确吗？》一文，我的答案是肯定的。……

但是，我必须对沃伦. 巴菲特先生的说法加以解释，他曾经公开宣称对我们的工作非常失望，他已经对通用再保险公司和我完全失去了信心……

看见没，其实巴神买进通用再保以后，脑壳青痛，已经公开宣称非常失望，对公司和CEO 完全失去信心。我想，要不是金额太大，出手不易，巴神会不会在2000 年前后挥刀自宫？真说不好的，哈哈 ！

事情依然没完。2001 年发生了一件惊天地泣鬼神、闻者伤心见者流泪的大事，各位还记得吗？——yes ，911…… 说出来都是泪，巴神估计已经后悔为什么没有在2000 年挥刀自宫了，那样或许还能做剩蛋老人。他写到：

在经营保险公司的时候，我们必须遵守以下三个基本原则

1.

2.

3.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但不幸的是，在过去三年里，通用再保险公司却打破了上述所有的三项原则，唯一让我们庆幸的是，尽管伯克希尔没有遵守第二个原则，但是911 事件所带来的后果还不能算致命的。

看了上述忏悔，你还觉得巴神买入通用再保是成功案例吗？我怎么觉着更像是违背自己体系的一次冒险呢？巴神也是人！

当然，结局还好，通过一系列的措施和一系列好运，2002 年，通用再保似乎走出了困境，2002 年的致股东信里，巴神又缓过来了，很有信心地说：“ 通用再保险公司最终必将成为我们最有价值的资产”。

那么，本系列列举的这几个巴菲特收购保险的案例，能给我们带来一些什么经验教训，巴神为什么一直对财险青睐有加，而对寿险持高度谨慎态度呢？咱们下回分解。（未完待续…… ）

ps ：文末纠个错，01 里老唐说巴菲特从不买寿险。不准确，伯克希尔旗下还是有寿险的，只是规模比较小，一般是旗下子公司设立或收购的孙公司，致股东信里很少介绍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对保险股的思考05

原创 2017-12-11 唐朝 唐书房 唐书房

接着上篇巴菲特收购通用再保的案例说。很遗憾，老唐通过通用再保案例发现，被巴菲特看中的优点，对你我而言，事实上是不存在的。

前面三个案例，至少可以先得出这样两个结论：

第一，对于保险公司经营本身，巴菲特并不感兴趣。巴菲特对保险公司经营的要求就是最好能赚微利（比如盖克），或者别赔太多也行（例如国民、通用）；

第二，巴菲特真正感兴趣的是浮存金，浮存金，浮存金。巴菲特期望的事情，只是把低成本乃至负成本的钱弄到自己手上，再利用自己无敌的投资能力去投资赚钱。此时保险公司的核心竞争力实际上更偏重于巴菲特自我携带的投资能力，而不是保险公司本身的经营能力。分析保费收入来投保险股，是不是一条误区呢？我偏向认为是。保费收入和综合成本费率可以用来排除保险公司，但不足以作为投资的依据。

也就是说，同样价格的保险公司，可能对于巴菲特可投，对我就不可投。因为我掌控不了保险公司的投资组合（给我掌控，就一定比保险公司投资总监做的更好吗？），也不够格提升保险公司的承保能力，更无助于提升保险公司的风险承受力，保险公司无法和我形成经营上的协同作用。于是：我买保险公司的理由是什么呢？

就在1998 年年报里，巴菲特写完收购通用再保的理由后，又特意写下一段警告普通投资者的话：

通常保险业者收取的保费并不足以因应最后支付出去的相关损失与费用，于是保险公司便会发生承保损失，这就是浮存金的成本。而当一家公司取得浮存金成本，就长期而言低于从其它管道取得资金的成本时，它就有存在的价值。否则一旦保险事业取得浮存金的成本若远高于货币市场利率时，它就像是一颗极酸的柠檬。

有一点必须特别注意的是，因为损失成本必须依赖估算，所以保险业者对于承保结算的成绩有相当大伸缩的空间，连带使得投资人很难正确地衡量一家保险公司真正的浮存金成本。

估计错误，通常是无心，但有时却是故意，与真实的结果往往会有很大的差距，而这种结果直接反映在公司的损益表上。有经验的行家通常可以经由公司的准备提列情形发现重大的错误，但对于一般投资大众来说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

除了被迫接受财务报表的数字之外，别无他法。我个人就常常被这些经过各大会计师事务所背书的保险公司财务报告所吓到。

请特别注意这段话：一旦保险事业取得浮存金的成本若远高于货币市场利率时，它就像是一颗极酸的柠檬。有一点必须特别注意的是，因为损失成本必须依赖估算，所以保险业者对于承保结算的成绩有相当大伸缩的空间，连带使得投资人很难正确地衡量一家保险公司真正的浮存金成本。

推到尽想，保险公司的商业模式，是借钱而后高杠杆投资。公司之间主要的差别在于借钱成本（综合成本费用率），历史数据看，该项成本可能落在-5% 到30% 之间。而投资部分，取决于谁掌控投资决策权。巴菲特之类的高手掌握浮存金时，投资回报率可能高达20% 以上，大部分资质平平的投资总监可能在3%~8% 之间。

这个狭窄的收益差，和《赌金者》里描述的长期资本一样，通过巨大的杠杆（投资的本金基本是负债），或放大成令资本流口水的收益，或放大成让大象轰然倒地的致命一击。

此时，我们回看01 篇开头，老唐2014 年写给那位朋友的回复：“ 保险公司，对我而言，仿佛一个黑箱。其销售保险的收入，仅仅是类似于生产企业的采购部门，采购现金…… 确认采购部门没有买亏，然后才谈得上考虑生产部门能不能赚钱” 。

这两段，对比前面案例的分析，第一段采购现金有没有买贵，就是综合成本费率的高低。正如巴菲特所写：“ 因为损失成本必须依赖估算，所以保险业者对于承保结算的成绩有相当大伸缩的空间，连带使得投资人很难正确地衡量一家保险公司真正的浮存金成本。”

我个人认为我没有能力衡量保险公司的浮存金成本（我也没见过哪位有能力测算出保险公司大致可靠的浮存金成本），更不了解几家上市保险公司投资总监们的投资体系和能力。

浮存金成本不知，浮存金投资收益能力难测，这相当于只知道一家进了很多很多货，也卖掉了很多很多货，但采购成本不知，销售毛利率不知。这怎么投呢？我下不了手。不知道看见本文的保险投资者是怎么解决这个难题的，希望听到分享。

上面说的是财险。财险主要面对的物（也不是全部，例如车险里面也会包含人员伤害险），但巴菲特一直对人寿保险非常谨慎。这谨慎不是老唐猜的。我们可以看看次贷危机里，世界最大的保险公司AIG 要破产的时候，向巴菲特求救的经历。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

那时的AIG 是全球最大的保险巨头，全球第三大市值的金融机构，旗下AIG American General 是全美最顶尖的人寿保险机构。没有人会想到，这样一个巨无霸会轰然倒塌。

AIG 自2007 年四季度起开始亏损，连续三个季度亏损累计超过180 亿美元。2008 年三季度单季亏损达到创记录的244.7 亿美元，2008 年四季报，单季亏损达到617 亿美元，再度刷新美国企业史上单季亏损记录。

与此相对应，AIG 股价从2007 年6 月1 日的72.56 美元，持续下跌至2009 年3 月9 日的0.35 美元，其中2008 年9 月12 、9 月15 、9 月16 连续三天（13 和14 号是周末）跌幅分别高达31% 、61% 、31% 。累计跌幅超过99.5% ，相当于连续腰斩8 次。

在《大而不倒》一书里，这样描述这段AIG 和巴菲特的交集：

“ 沃伦！” 弗劳尔斯（老唐注：弗劳尔斯，人称高盛神童，30 岁就成为高盛133 名合伙人之一。再设计和推动高盛上市后离职，创建了世界最大的金融服务业投资基金：JC• 弗劳尔斯投资公司。我朝政府基金中投公司出海的第一笔投资就是32 亿美元交给他）拨通了巴菲特的电话后热情地问候道，就好像他们是最好的朋友一样。

他向巴菲特提起了他们过去合作过的交易，接着便谈到这个电话的目的。他说手上有一份报告，显示美国国际集团很快就会面临资金短缺。他还告诉巴菲特这张数据表过于简单粗糙，“ 或许我本该用它来跟踪我的杂货账单。”

巴菲特被他这话逗乐了，弗劳尔斯继续说道：“ 他们就是一群白痴！” 在这里，他故意停顿了一下：“ 但公司的价值还是很高的。” 他解释说想让巴菲特给美国国际集团投资100 亿美元，事实上，他希望他们能一起投资。

然而，巴菲特并不怎么想蹚这趟浑水。“ 你要知道，我现在的身家可不比从前，” 他笑着说，“ 我手头也有点紧张。” 他也不确定自己是否想介入汉克• 格林伯格和艾利布罗德间的争斗，他们两人现在都在发起对美国国际集团的收购攻势。

他告诉弗劳尔斯，自己唯一有兴趣看看的就是美国国际集团的不动产和意外伤害险业务。

“ 或许其中真存在好机会，” 弗劳尔斯表示认同，“ 请至少允许我让维纶斯塔（老唐注：AIG 的CEO ）给你打个电话。”

弗劳尔斯回到会议室告诉大家，巴菲特不太可能参与进来，但他还是敦促维纶斯塔与巴菲特联系一下。维纶斯塔从未见过巴菲特，他随即打了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

电话并开始他的推销，但还没等他说到重要部分，巴菲特就打断了他。

“ 我看过你们的年报，” 他说，“ 你们的公司过于复杂，我没有足够的自信。听着，我们是不可能合作的，不要浪费你的时间了。你还有许多事情要做。”

但巴菲特仍给维纶斯塔留了最后一丝希望：“ 如果你们想出售其中的一些资产，我或许会有兴趣购买…… 不过也说不准。”

维纶斯塔对他能抽时间听听自己的想法表示感谢，随后便沮丧地挂断了电话。

巴菲特对寿险不太感兴趣的理由，我没见巴菲特阐述过。猜测上，可能是财险的事故概率和损失金额，大致是可以通过大数定律统计出来的，而且很难发生突变。

而寿险涉及到预期寿命、医疗技术进步以及长期通胀水平三大障碍，实际上并没有任何可靠的统计规律可以遵循—— 现存的活人并没有通通死一遍，未来的科技进步无法预测，未来的通胀水平鬼晓得。

脑洞限制想象力，我们很难想象到未来的样子。但我们可以回看历史。假设某家保险公司在几千年历史记录显示人均寿命不高于35 岁的时代经营（据历史资料记载及学者考证，中国人历代平均寿命为，夏商时期不超过18 岁、周秦约为20 岁、两汉22 岁、唐代27 岁、宋代30 岁、清代33 岁、民国35 岁，中国之外的地区也好不到哪儿去），这家寿险公司的精算模型里，客户领取生存险和医疗支出的时间会如何假设？

当上世纪40 到60 年代，抗生素被发明后，短短几十年时间里，平均寿命迅速提升到七八十岁。面临这个突变，面临更长的存活时间和更多的医疗费用，这家寿险公司会如何呢？

保险公司的利润来源，无外乎费差、死差和利差。寿险的费差和死差，严重依赖模型采用的对人均寿命和医疗支出的取值。然而，未来5 年、10 年或者在你的投资生命周期里，会不会有类似抗生素的黑科技诞生，从而使保险公司精算模型里人均寿命和医疗支出采值错的离谱呢？

如果没有，今天预计的利润，就真是利润。如果有，可能腰斩八次郎重现江湖。极端看，现存的寿险公司，很可能只是一个旁氏，最终的费差和死差究竟比保险公司模型预期的高还是低？管它的呢，今朝有酒今朝醉，我死之后任它洪水滔天，到时再说吧！

除了费差和死差之外，与利差有关的通胀和利率水平可预测吗？下图是过去六十年美国10 年期国债收益率，代表着市场无风险利率水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



看来不仅我朝经历过15% 利率的时代，美帝也没好多少。在未来的时间段里，利率和通胀的波动区间，会不会在某段时间里，大幅超过了寿险公司的利率假设，从而使保险公司原本对产品的定价也大错特错，爆出巨大的亏损呢？我不知道。

一旦，死差、费差、利差的一个两个甚至三个环节都出现了意料之外的变化时，别忘了，保险公司可是使用了巨大的杠杆。巨大杠杆条件下，一旦黑天鹅发生，又一个《赌金者》的故事。腰斩八次郎重现江湖的时候，前面赚过多少倍，还有任何意义吗？我不知道。

面对寿险带来的更巨量的浮存金，保险业资深大神沃伦. 巴菲特，打了退堂鼓，说“ 你们的公司过于复杂，我没有足够的自信” 。我不太敢确定，通过阅读财报，阅读研报，接触几位保险公司员工或者高管，我就能看懂巴菲特“ 没有足够自信” 的问题？（注意，保险是他的能力圈哦）。

更何况，就算我看懂，我也没机会控制那些浮存金，去叠加我那莫须有的无敌投资能力，让浮存金发挥它的功效。这种情况下，靠什么鼓励自己去购买并持有平安、人寿、新华…… 呢？如果你恰好是寿险公司的股东，能否分享出你的理由？

我猜想，主要看点是：鉴于我国保险业渗透率偏低，在可预见的将来，因为不断有新保费收入，保险公司现金流不会出问题。而寿险的综合成本费率究竟多高，需要很多年以后才会被证实或证伪，所以，它仿佛一个确定不会破裂的旁氏，越早进去的，收益权越受保障。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这期间，保险公司的股权，很容易成为成长概念，毕竟保费收入有实打实的增长。只要保险公司还有扩张和融资需求，公司就完全有能力且有动力通过模型和会计规则调整及掌控报表利润。有营收增长，有利润增长，不会缺少抛给下一位接盘侠的机会。

而财险，相当于年年被证伪或证实的项目，天然就不适合成为旁氏标的，估值也就起不来。例如纯财险02328 中国财险，市盈率仅11 倍。

我猜的对吗？—— 全文完。写完了我发现，本文可能更适合叫做《排除保险股的思考》。老唐只是分享自己的困惑，请千万不要以本系列文为依据做出投资决策。正好，昨天雪球嘉年华的私募基金交流环节，台上多位大V 基金经理一致推荐保险。所以，正反观点现在都有了，抉择权在你，结果也将由你自己承受……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20171209 我最喜欢的股票

本文为21 岁的巴菲特调研了政府雇员保险公司后，写成的企业分析文章，发表在1951 年12 月6 日《商业和金融年鉴》上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Reprinted from

The COMMERCIAL and FINANCIAL CHRONICLE

Thursday, December 6, 1951

The Security I Like Best

WARREN E. BUFFETT

Buffett-Falk & Co., Omaha, Nebr.

Government Employees Insurance Co.

Full employment, boomtime profits and record dividend payments do not set the stage for depressed security prices. Most industries have been riding this wave of prosperity during the past five years with few ripples to disturb the tide.



Warren E. Buffett

The auto insurance business has not shared in the boom. After the staggering losses of the immediate postwar period, the situation began to right itself in 1949. In 1950, stock casualty companies again took it on the chin with underwriting experience the second worst in 15 years. The recent earnings reports of casualty companies, particularly those with the bulk of writings in auto lines, have diverted bull market enthusiasm from their stocks. On the basis of normal earning power and asset factors, many of these stocks appear undervalued.

The nature of the industry is such as to ease cyclical bumps. Auto insurance is regarded as a necessity by the majority of purchasers. Contracts must be renewed yearly at rates based upon experience. The lag of rates behind costs, although detrimental in a period of rising prices as has characterized the 1945-1951 period, should prove beneficial if deflationary forces should be set in action.

Other industry advantages include lack of inventory, collection, labor and raw material problems. The hazard of product obsolescence and related equipment obsolescence is also absent.

Government Employees Insurance Corporation was organized in the mid-30's to provide complete auto insurance on a nationwide basis to an eligible class including: (1) Federal, State and municipal government employees; (2) active and reserve commissioned officers and the first three pay grades of non-commissioned officers of the Armed Forces; (3) veterans who were eligible when on active duty; (4) former policyholders; (5) faculty members of universities, colleges and schools; (6) government contractor employees engaged in defense work exclusively, and (7) stockholders.

The company has no agents or branch offices. As a result, policyholders receive standard auto insurance policies at premium discounts running as high as 30% off manual rates. Claims are handled promptly through approximately 500 representatives throughout the country.

The term "growth company" has been applied with abandon during the past few years to companies whose sales increases represented little more than inflation of prices and general easing of business competition. GEICO qualifies as a legitimate growth company based upon the following record:

Year—	Premiums Written	Policy-holders
1936	$103,696.31	3,754
1940	768,057.86	25,514
1945	1,638,562.09	51,697
1950	8,016,975.79	143,944

Of course the investor of today does not profit from yesterday's growth. In GEICO's case, there is reason to believe the major portion of growth lies ahead. Prior to 1950, the company was only licensed in 15 of 50 jurisdictions including D. C. and Hawaii. At the beginning of the year there were less than 3,000 policyholders in New York State. Yet 25% saved on an insurance bill of $125 in New York should look bigger to the prospect than the 25% saved on the $50 rate in more sparsely settled regions.

As cost competition increases in importance during times of recession, GEICO's rate attraction should become even more effective in diverting business from the brother-in-law. With insurance rates moving higher due to inflation, the 25% spread in rates becomes wider in terms of dollars and cents.

There is no pressure from agents to accept questionable applicants or renew poor risks. In States where the rate structure is inadequate, new promotion may be halted.

Probably the biggest attraction of GEICO is the profit margin advantage it enjoys. The ratio of underwriting profit to premiums earned in 1949 was 27.5% for GEICO as compared to 6.7% for the 135 stock casualty and surety companies summarized by Best's. As experience turned for the worse in 1950, Best's aggregate's profit margin dropped to 3.0% and GEICO's dropped to 18.0%. GEICO does not write all casualty lines; however, bodily injury and property damage, both important lines for GEICO, were among the least profitable lines. GEICO also does a large amount of collision writing, which was a profitable line in 1950.

During the first half of 1951, practically all insurers operated in the red on casualty lines with bodily injury and property damage among the most unprofitable. Whereas GEICO's profit margin was cut to slightly above 9%, Massachusett's Bonding & Insurance showed a 16% loss, New Amsterdam Casualty an 8% loss, Standard Accident Insurance a 9% loss, etc.

Because of the rapid growth of GEICO, cash dividends have had to remain low. Stock dividends and a 25-for-1 split increased the outstanding shares from 3,000 on June 1, 1948, to 250,000 on Nov. 10, 1951. Valuable rights to subscribe to stock of affiliated companies have also been issued.

Benjamin Graham has been Chairman of the Board since his investment trust acquired and distributed a large block of the stock in 1948. Leo Goodwin, who has guided GEICO's growth since inception, is the able President. At the end of 1950, the 10 members of the Board of Directors owned approximately one-third of the outstanding stock.

Earnings in 1950 amounted to $3.92 as contrasted to $4.71 on the smaller amount of business in 1949. These figures include no allowance for the increase in the unearned premium reserve which was substantial in both years. Earnings in 1951 will be lower than 1950, but the wave of rate increases during the past summer should evidence themselves in 1952 earnings. Investment income quadrupled between 1947 and 1950, reflecting the growth of the company's assets.

At the present price of about eight times the earnings of 1950, a poor year for the industry, it appears that no price is being paid for the tremendous growth potential of the company.

This is part of a continuous forum appearing in the "Chronicle," in which each week, a different group of experts in the investment and advisory field from all sections of the country participate and give their reasons for favoring a particular security.

唐书房

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我最喜欢的股票

政府雇员保险公司

全民就业、居高不下的利润，以及创纪录的股利分派，让人们无论如何也联想不到股票价格的低落。在过去的5 年里，大多数行业都出现了盛极一时的繁荣，在这期间，为数不多的浮动似乎让人无法察觉。

然而，汽车保险行业却没有机会分享这让人欢欣鼓舞的飞跃。汽车行业在经历了第二次世界大战后长期徘徊不前的局面之后，终于在1949 年走上了正轨。1950 年，经营事故险的保险公司股票，由于连锁反应经历了15 年内的第二次挫折。这些公司（尤其是那些承揽大量汽车保险业务的公司）最新公布的收入报告，开始让人们对牛市的吹捧热情有所下降。根据正常的收入能力以及其他资产要素，很多公司的股票价值似乎是被市场低估了。

这个行业在本质上具有削弱周期性浮动的优势。大多数汽车的购买者都认为汽车保险是一个非常必要的环节。有关合同收费标准也必须按照市场的发展状况每年加以调整和更新。尽管由于在1945 年～1951 年期间出现的价格上涨给这些公司带来了一定的损失，但是，在通货紧缩政策发挥效力的情况下，根据成本对费率加以调整对于这些公司来说应该是有利可图的。

这个行业的另外一个优势在于不存在存货、劳动力和原材料问题。此外，基本不存在产品过时和落后的风险。

政府雇员保险公司成立于20 世纪30 年代中期，公司的目的主要是在全国范围内为一部分阶层提供全套的汽车保险，具体的服务对象包括：（1 ）联邦、州和市政府的雇员；（2 ）军队的现役军官和预备役军官，以及现役的头等兵；（3 ）在服役期间享受此项待遇的退役军人；（4 ）前政府官员；（5 ）大学、学院和学校的员工；（6 ）专门从事国防工作的政府采购机构雇员；（7 ）股东。

这家公司不设立任何代理机构和分支机构。因此，政府官员可以按照公开费率享受高达30% 的折扣优惠，购买汽车险保单。这家公司在全国各地通过大约500 名代理处理人员客户的索赔业务，因而顾客的索赔要求可以马上得到解决。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在过去的几年里，人们一直在毫不吝啬地用“ 成长性公司” 这个词来描述那些收入不断增长的公司，而事实上，这些公司的成长在很大程度上来自于通货膨胀以及业务竞争所带来的一般性收入。而政府雇员保险公司则是一个地地道道处于成长阶段的公司，他们在过去几年中所取得的业绩反映出公司的良好发展前景：

当然，昨天的成长对于今天的投资者来说毫无意义。对于政府雇员保险公司来说，我们完全有理由可以相信公司在未来会出现更大幅度的增长。在1950 年以前，公司仅在美国全部50 个州中（包括华盛顿特区和夏威夷在内）的5 个州注册登记。在1950 年初，公司在纽约州的客户还不到3000 人。

不同地区的保单费率具有不同的价值，在纽约，对于一个价值为125 美元的保单按25% 收取保费的话，可能要比人口稀少地区一份50 美元的保单按25% 的费率收取保费更有利可图。

在经济衰退时期，随着成本竞争重要性的日益增加，政府雇员保险公司在费率方面所具有的优势，很可能会抢走其他保险公司的业务。随着保险费率由于通货膨胀的原因而在价值上不断上涨，25% 的费率变动幅度完全可以为保险公司创造更大的利润浮动空间。

目前，管理机构还没有对保险公司施加更多的压力，要求他们一定要接受那些可能存在问题的保险申请人或一定要承接风险较大的业务。在某些费率结构不太合理的州，也许不应该继续进行新的保险推销活动。

政府雇员保险公司吸引人的地方，很可能是他们在利润方面所具有的优势。1949 年，政府雇员保险公司的保险利润与保费之比为27.5% ，而根据贝斯特的分析，同期国内全部133 家上市的事故险保险公司中，该项比例仅有6.7% 。1950 年，由于整个行业趋势发生恶化，贝斯特的分析显示出，行业的保费利润率已经下降到3% ，同期，政府雇员保险公司的保费利润率也下降到了18% 。

尽管政府雇员保险公司并不承揽所有类型的事故险，但是，对于公司最主要的两个险种—— 人身伤害险和财产损失险，却是整个公司各种产品中利润率最低的两种产品。政府雇员保险公司还承揽了大量的交通事故险，这一产品在1950 年为公司带来了相当可观的利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在1951 年的前半年，所有保险商在人身伤害险和财产损失险方面都出现了严重的亏损。同期政府雇员保险公司的利润率也出现了大幅度的下滑，勉强超过了9% ，而马萨诸塞州保险公司则出现了16% 的亏损，新阿姆斯特丹事故险公司的亏损比例为8% ，标准事故保险公司的亏损比例达到了9% 。

由于政府雇员保险公司正处于快速增长期，因此，公司不得不维持低水平的现金股利。公司通过股票股利和一次25 ：1 的股票分割，使公司的对外流通股为从1948 年6 月1 日的3,000 股增加到了1951 年11 月10 日的250 ，000 股。同时公司还发行了附属关联企业的认股权凭证。

从1948 年开始，本杰明• 格雷厄姆通过收购和股利派发的形式获得了公司的大量股份，从那时起，他一直在任政府雇员保险公司的董事长。莱奥• 古德温从公司成立之日起，一直亲手执掌着公司的发展，他是一位非常能干的总裁。到1950 年底为止，公司董事会的10 名成员拥有公司大约1/3 的对外流通股。

与1949 年4.71 美元的每股收益相比较，公司在1950 年的每股收益为3.92 美元，尽管这一指标在表面上看似乎是在下降，但是，我们必须看到公司在1949 年的业务量还很小。这些数字还不包括公司无法计入收入的保费储备金，事实上，储备金在这两年的全部保费收入中占有相当大的份额。

尽管1951 年的每股收益低于1950 年，但是，保费费率在去年夏天出现的新一轮上涨风潮，到1952 年已经显示出了它的作用。从1947 年～1950 年，公司的投资收入增加了4 倍，这反映出公司在资产总额方面的大幅度增长。

尽管1950 年对于保险行业来说是一个不景气的年份，但是，由于政府雇员保险公司目前的费率价格已经达到了1950 年收入的8 倍，而且公司所拥有的巨大增长潜力，使得它们不必像其他公司那样为此付出巨大的代价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20171224 口水帖

昨天，雪球某人发帖质疑老唐坚守30 倍市盈率的茅台，加仓80 倍市盈率的腾讯，建议老唐要关注关注投资者心理，不要太过依赖财报。原帖如下：

【致唐朝】三十倍估值坚守茅台，八十倍估值加仓腾讯，放长周期看，可能不会赔钱，但一定会让收益率变得平庸。好公司好价格方能成就好投资。我私毫不怀疑您的财报阅读能力，但对您的投资产易体系，略表质疑。对优点和长处的过于自信就是缺点和不足。用您自己的话说，财报是用来排除企业的，万勿多用。另外，投资者心理是一门学问。你可以轻视它，甚至无视它，但否定不了它的存在。在价值低估时能够坚守乐观，是一种优秀的交易心理表现，在估值大幅跃升、甚至已产生泡沫时继续坚守乐观，则恰好相反。个人看法，善意提醒，不喜勿喷。@ 唐朝

结果有至少有不下10 位朋友，或截图或拷贝，或书房或微信转给老唐，问老唐怎么评价。老唐过去看了，本想调侃回复：“ 咱可不可以先把小学三年级除法学好，再研究投资者心理学那么高大上的东西？从我做起，从明白31000/700≠80 开始。”

然而见帖主在评论区说，早就读过书房有关腾讯的文章。那想来这个80 倍市盈率可能不是算术问题。或许是好心，只是危言耸听吓吓不动脑的盲从者吧，也好也好，很有必要。

如此一想，老唐省了调侃，也就灭了多嘴给人科普未来几年净利润和估值的想法，还是继续看我很有前途的YY 小说去—— 最近同时看着两本穿越小说，一本明朝穿越《国士》，一本意淫抗日《刺刀1937 》，忙着呢！

结果，今早起床，又有朋友通知我，说方丈参战了，帖子热度爆棚，评论近千，让老唐赶紧去看看。抱着看热闹不嫌事儿大的伟大精神，老唐脸没洗牙没刷，连滚带爬跑去翻了评论。

我滴神也，真长。不过好像谈不上方丈参战，只是球友们自己站队站的热闹。倒是有几条评论，还是让老唐惊出冷汗，庆幸自己还好昨天没回应，还好戒了雪球。

比如有条评论这么写：“ 唐朝今年唱空完保险保险主升，唱空完白鸡白鸡主升，说没有利益相关我是不信的。”—— 原帖写的“ 利息相关”，应该是错别字。说事不对人，不暴露人家ID 了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这评论吓人在哪里呢？先不说老唐的发文章说“ 白云管理层不靠谱” 和“ 我看不懂保险” ，算不算“ 黑” 白云机场和保险公司，单看从老唐发文到此人发帖，白鸡也就从270 亿市值到295 亿市值，涨幅不足10% 。而保险（拿平安说）甚至还是略微下跌的。这也能扯成“ 唱空完保险保险主升，唱空完白鸡白鸡主升” 。

不过呢，涨跌不重要，这句话还可以有N 种组合：

1. 唐朝今年唱空完保险保险主升，唱空完白鸡白鸡主升，说没有利益相关我是不信的。

2. 唐朝今年唱空完保险保险主跌，唱空完白鸡白鸡主跌，说没有利益相关我是不信的。

3. 唐朝今年唱空完保险保险主升，唱空完白鸡白鸡主跌，说没有利益相关我是不信的。

4. 唐朝今年唱空完保险保险主跌，唱空完白鸡白鸡主升，说没有利益相关我是不信的。

5. 唐朝今年唱空完保险保险不涨，唱空完白鸡白鸡主升，说没有利益相关我是不信的。

6.……

总之，千言万语一句话，总有刁民要害朕，我赔钱的责任主要在某大V 。这种loser 思维，从来不缺喝彩的。跟这种人无脑族聊事儿，只会让他把你拉低到他的境界，然后用他娴熟的经验拖垮你。

其他诸如什么都是卖书的、合伙炒作；都是卖书的、同业相轻；卖书和卖淫没有本质区别；为了收割粉丝，共同制造热点；作为大V ，有接受群众批判的义务…… 等等之类的评论，让老唐哭笑不得。只能说幸好昨天没搭话，否则老唐这性子，说不准又化身战斗喷，施展川骂神功污染屏幕了。

幸好戒了雪球，要不，要耽误咱看好几百页意淫小说。要说这当事人都不在现场，仅围观群众都能评论近千，我也是服了。当然，围观群众里也有很多理性的声音，感谢你们。因为不想参与，所以也就不回复你们了，有事儿书房聊。谢谢。

倒是有必要很认真地回致原帖主：第一次，你发帖说老唐的主页是投资+ 卖书，我回帖解释了；第二次我发帖《生人勿近雅戈尔》，你赶工到半夜，针锋相对回帖《熟人应近雅戈尔》，我没回应你；这是第三次。常言说事不过三，下次咱换个目标，致致别人，好吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

老唐不想“ 被” 炒作。我还有好多意淫小说、肥皂电视要追，时间很紧的。真有话憋不住，你直接书房留言即可。虽然你从没留过一句言，但我知道你在书房，能看见这段话的，谢谢。

另外，回复一下一大堆问老唐加没加腾讯，跑没跑国投的朋友，你们一定是新来的。老唐这种懒人，正如《三年三倍的背后》一文坦白的一样，不算同一家公司的搬砖行为，三年总变动仓位也没超过30% 。每次变动，对我来说，都是珍贵+ 重要+ 深思熟虑的，不会一夜之间改主意的。

截止2017 年12 月14 日中午12 点，持仓比例如下：茅台40%+ ，国投15%+ ，腾讯14%- ，民生H7%- ，招行H5%- ，洋河6%- ，信立泰5%- ，双汇4%- ，海康2%- ，古井B2%+ ，粤高速B1%+ ，观察仓宋城不计。

再回复问可转债打新的。没人想到（包括老唐）市场情绪如此急转直下，可转债信用打新被迅速玩坏。原本送钱的游戏，开始需要思考了。既然白捡钱的状态不在，老唐自宁波银行转债中签之后，就没继续申购了。

这两日争议比较大的是蓝思，我前天是这样回复一位书房读者提问的，昨天虽然正股暴跌，但我的观点没变，供各位参考。



唐书房　　星期二 09:43

蓝思破发的概率很小。你是中了100股，还是1000股？我估计每股的最坏情况，也就损失1元钱。大概率是每股赚几元，所以，我的建议是缴款——个人看法，供参考。



唐书房　　星期二 09:36

是的，没人想到市场情绪变化如此之快😁。宁行之后，我就没申购了。因为原来无本金申购的理由，是因为转债和新股一样，上市首日必定高开，有接盘侠，是白送钱。当接盘侠们跑了以后，这个理由丧失，就只能转换成溢价率很低的，或者自己了解的公司转债才能申购了。

唐书房

期望各位不要再提这个问题了，答案统一是：自己了解的公司转债以及溢价率低的还可以申购，其他的不建议参与。因为原本申购的逻辑是有傻蛋接盘，现在傻蛋不在了，你再去就只能做他们的板凳。同样道理，今

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

天的新股申购也是冲着傻蛋去的。若有朝一日，新股上市破发，无脑申购也要改。与时俱进吧，各位！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20171216 入坑，一个白骨累累的深坑（张裕B ）

上周，除了加仓腾讯的资金外，还另外收到一笔钱（别猜了，就是版税和房租）。想办法捣腾成港币，买进了约1%+ 的张裕B 。没提前说，因为B 股成交量实在太小，很艰难才完成买入。不过呢，说点伤心事让大家高兴一下：虽然老唐瞅了有些日子，然而由于资金到位时间的原因，我的平均买入价格，比周五收盘价高。

张裕B ，算是个名坑了，埋葬过无数“ 价值投资者” 。股价从2012 年的60 多元港币高点，一直下跌到2014 年的14 元多港币，三年跌去约3/4 。然后再盘三年，目前也就19 港币，依然只有高点的1/3 ；

对应的A 股张裕A ，同样从80 多元跌至20 元多元，同样是三年跌去约3/4 ，然后再盘三年，现在也就36 元，不到高点的1/2 。

股价暴跌的背后，一方面是企业净利润腰斩，从2011 年财报的19 亿多，下挫到2014 年的9 亿多；另一方面是市盈率腰斩，从22 倍左右跌到11 倍左右。50%×50%=25% ，典型的戴维斯双杀，公司市值就这样不见了3/4 。

那么，现在为什么老唐要跳进去呢，会不会为冢中再添一具白骨呢？下面聊聊老唐的大致观点—— 本周末我家领导有好朋友到成都，本小喽啰要负责陪同，本文是周五晚上匆匆忙忙码出来的，暂时先说个轮廓吧！

聊之前，一定要特意强调：老唐不懂红酒，截止目前仍然不喜欢喝红酒，主要是不习惯酸涩的单宁口感，反而是低端红酒偏甜的口感还勉强能接受。本文更多的是财务数据的初探以及一些极为肤浅的认识，码出来一者整理自己的思维，二者也抛砖引玉，希望接受内行的批评，发现自己思维的盲点。所以，请千万不要轻率参照本文观点做出投资决策。切切！

我国葡萄酒行业在2012 年前，是高速发展的。据券商研报数据，1999 年到2012 年，行业收入年平均增速高达22% ，利润总额年平均增速达到26% 。2012 年，行业整体利润增速更是创下历史新高，达到了52.4% 。和白酒寒冬一样，在2013 年反三公大环境变化下，葡萄酒行业转入低迷。

但是，老唐认为，人们对陶醉感的追求是永远不会消失。烈酒、葡萄酒、啤酒各有各的饮用场景，谁也无法完全替代谁。这三种主流酒水中，目前葡萄酒给人的“ 感觉” 最好。各类消费者调查都能显示，消费者在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

谈及葡萄酒时，往往将其和高雅、健康、养颜、防衰老、情调等多种正面词汇联接在一起。反而是白酒和啤酒，常常激发一些负面词汇。

根据2017 年天猫消费数据报告，葡萄酒是仅次于白酒的线上酒水第二大品类。在中国这样一个广大的市场里，该品类遥遥领先的龙头企业，市值居然仅仅110 亿（以B 股价格计算）。

以2016 年葡萄酒消费数据看，全球平均年人均葡萄酒消费量是3.3 升/ 人，而中国是1.6 升/ 人。当然，并不是说偏低就一定会向全球平均水平靠拢，只是说可能有增长空间。按照业内专家的说法，2020 年，中国将超越英国，成为仅次于美国的全球第二大葡萄酒消费市场—— 这种推测，姑妄听之。

然而，葡萄酒终究是舶来品，人们的心智当中，对进口葡萄酒的认可度相对更高。所以，这几年进口葡萄酒增长迅猛，在中国葡萄酒总销量里占比越来越高，从2008 年的约14% ，已经上升到2016 年的约39% 。

这当中，葡萄酒进口关税的不断降低乃至归零，起到了推波助澜作用。目前，新西兰、智利葡萄酒进口关税已经降为0% ，澳大利亚葡萄酒从2017 年1 月1 日起，降为5.6% ，到2019 年要降低为0% 。

国产葡萄酒和进口葡萄酒已经算是同场竞技了。相对而言，国产葡萄酒是处于弱势的。消费者更认同洋葡萄酒，事实上，葡萄种植和葡萄酒酿造，中国酒企（包括龙头企业张裕），在经验和水平上的确还有不小的差距。

这也是张裕股价低迷的重要原因：进口葡萄酒在心智和品质上，都有先天优势。即便未来中国葡萄酒消费量上升，张裕在其中又能分到多少羹呢？令人担忧。那么，为何老唐又选择此刻扎进去呢？

首先，葡萄酒这个行业，产业链比较长。包括上游的葡萄种植，中游的葡萄酒酿造，下游的葡萄酒销售。绝大部分资本是不愿意参与上游的。因为赚钱来的慢，不仅资金投入量大，而且还要等得起。

酿酒葡萄树，寿命约60 年。但种下去前3 年所产葡萄不能用于酿酒；前10 年以内，葡萄根系扎入土壤还不够深，所酿之酒，品质一般；其后30 年才是是葡萄树的高产期；到40 年之后，葡萄产量降低但品质提升；50 年之后的葡萄树，便可称之为老藤了，所产葡萄是酿出高品质葡萄酒的绝佳材料。倒是和浓香白酒的酒窖有异曲同工之妙。

对于中国这样一个高速发展的经济体，你说要资本投入10 年后才能考虑见效益，恐怕很难有资本进入。毕竟10 年，台上老大是谁，体制会如何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

演化，土地所有权或租用权会怎么变，大家心里或多或少还是有点忐忑的。

这一条就决定了绝大部分市场参与者，或采用收购葡萄酿酒，或者干脆就直接购买（进口）散酒灌瓶销售的模式，或代理境外瓶装酒在中国境内的销售。都是快钱。

采用收购葡萄酿酒，注定了原料品质和来源无法保证，企业不可能将大笔资金用于渠道和品牌宣传，因而这部分企业天然做不大，对市场领先者很难构成实质威胁。

而进口散酒或者瓶装酒，可以依赖的主要是销售能力和渠道。国内葡萄酒企业，有谁的销售能力和渠道，能和张裕比呢？张裕的市场占有率10%，遥遥领先其他红酒企业。老二长城不到5% 的市占率，老三威龙不到2%，老四中葡不到1% 。曾经名噪一时的“DYNASTY 王朝” ，2012 年至今连亏5 年（股票也停牌近5 年），已经没落到拍卖家当度日了。

因而，当张裕也开始搞进口酒的时候，进口酒酒质高于国产酒就不再是缺点，反而可能成为优点。

回顾一下本轮调整前后，公司年报里关于销售计划和战略的表述

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	计划营收	实际营收	归母净利	战略表述
2011	>58 亿	60.3 亿	19.1 亿	以葡萄酒为主，多酒种全面发展
2012	>66 亿	56.4 亿	17 亿	以葡萄酒为主、多酒种全面发展，以中高档产品为主，高中低全面推进
2013	>60 亿	43 亿	10.5 亿	稳步发展中高档葡萄酒，大力发展低档葡萄酒、白兰地以及自有品牌进口酒
2014	>46 亿	42 亿	9.8 亿	同去年+在努力促进原有中高档葡萄酒发展的同时，将营销资源向适应市场需求的中低档葡萄酒、白兰地以及自有品牌进口酒进行了适当倾斜
2015	>44 亿	46.5 亿	10.3 亿	同去年
2016	>46 亿	47.2 亿	9.8 亿	以葡萄酒为主、多酒种全面发展
2017	>49 亿	*49 亿	*10 亿	坚持“以葡萄酒为主，多酒种全面发展”的战略不动摇

*预计数。前三季度 38 亿，净利润 8.2 亿。其中第三季度营收增长 2%，净利润和扣非净利润增幅均超过 12%。

唐书房

上表可见几个细节：

①2013 年和2014 年两年，面临反三公带来的中高端市场低迷，公司营业收入大幅下滑，企业管理层明显手忙脚乱，不得不将原有战略进行修正，加强低档酒销售。

② 在进口酒的无情压力下，公司自2013 年放弃抵抗，也参与到抢夺进口酒红利的生意中来。过去三年，张裕在国际上不断的大手笔投资和收购酒庄，就是意图用张裕的品牌和销售渠道，将海外优质葡萄酒生产能力嫁接到中国市场来；

③2015 年和2016 年，销售收入高于2013 和2014 年，但净利润持平，公司从成本和销售费用上增加了投入；

④ 从2015 年起，公司已经连续三年回到原战略定位，显示公司已经度过危机，稳住了阵脚。销售数字也能看见稳步攀升迹象；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

⑤ 公司净利润率一直保持较高水平，即便给集团每年缴纳2% 的商标使用费后，公司净利润率也始终高于20% ，（2016 年葡萄酒行业整体净利润率仅约6% ），证明公司产品在消费者心目中仍然显著的品牌溢价。

再看一张表

	葡萄酒销量	白兰地销量	葡萄酒营收	白兰地营收	葡萄酒毛利率	白兰地毛利率
2011	89541	42414	49.7	7.6	79%	62%
2012	81677	40469	45.5	8.6	79%	63%
2013	67978	37713	33.3	8.2	71%	63%
2014	71854	37462	32	8.1	68%	65%
2015	86318	40074	36.6	8.8	69%	65%
2016	98958	40171	37	9.1	68%	65%

这张表，能够很清楚地看见，公司产品从2014 年开始，销售量已经开始企稳回升了。但2015 、2016 和2014 年不同的是，2014 年是在毛利率降低状态下的增量，而2015 和2016 则是维持毛利率基本不变的情况下，出现量的“ 显著” 增长。

这种量的显著增长，说明公司已经走出原有客户群，开始获得新客户的青睐了。而且很有趣的是，这些客户和2011 年顶峰时期的客户不是同一个消费群，最直接的证据，就是看均价。

2011 年销售8.95 万吨葡萄酒，营收49.7 亿，不含税出厂吨价5.55 万元。而到了2016 年，吨价降低为3.75 万元左右。消费群体下移了；而白兰地，则走出来相反的轨迹。2011 年，吨价约1.8 万，到2016 年，吨价变成约2.27 万元，消费群体上移了。

从这组数据中，我们可以窥探出，张裕和茅台一样，已经走出了反三公的阵痛，完成了消费者群体的转换。实际上，这也是中国葡萄酒行业的现实转换，过去对价格不敏感的消费群体消失了，整体行业从高端下移，进入日常饮用档次。

根据发改委的统计数据，我国36 个大中城市中低档干红葡萄酒，2017 年前三季度平均价格为74 元/ 瓶（750ml ），主流价位在40~120 元之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

间，这也恰好是张裕主力产品的定价区间。据说卖最好的是张裕解百纳 1937 纪念版，价格约100 元，好奇的朋友可以买来品品。张裕解百纳可是全球累计销售4.6 亿瓶，排名世界第一的大单品哦，质量应该还是靠得住的。

当然，进口葡萄酒也是瞄准这个区间的，据海关总署数据，2015 年至今，中国进口葡萄酒的平均单价稳定在4600 美元/ 千升水平，折合人民币 23 元/ 瓶（750ml ），和张裕葡萄酒价格区间基本重合（2016 年张裕葡萄酒吨价3.75 万，折合单瓶约27 元）。

不过呢，由于国内厂家和经销商普遍规模较小，无法对品牌建设做大量投资，海外品牌又不熟悉中国市场和中国文化，不敢贸然为新市场投入大量资金。即便是海外大型品牌商，由于葡萄酒在全球市场的集中度都比较低，全球前十大葡萄酒公司2016 年合计的市场占有率也只有13.3% ，任何一家公司都很难下决心将巨额资金和人力，投入到一个不熟悉的新兴市场去。

此时，拥有品牌美誉度和良好渠道的本土龙头，完全可能会是海外酒商首选合作对象。老唐个人认为，不管是引入海外原酒生产，还是直接代理海外瓶装酒，张裕及张裕的渠道，都是可以大有作为的。进口酒不仅有竞争，也可以有合作。

再来看一张图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



这是一张张裕的营收和净利润图，图中我们可以看见，危机后的这几年，张裕的净利润非常稳定，保持在10 亿左右，而营收在2015 和2016 年已经开始缓慢增长。

现在，张裕B 股价约19 港币，折合人民币不到16.2 元，按照总股本6.85 亿计算，市值110 亿人民币，对应10 亿左右净利润，市盈率11 倍。

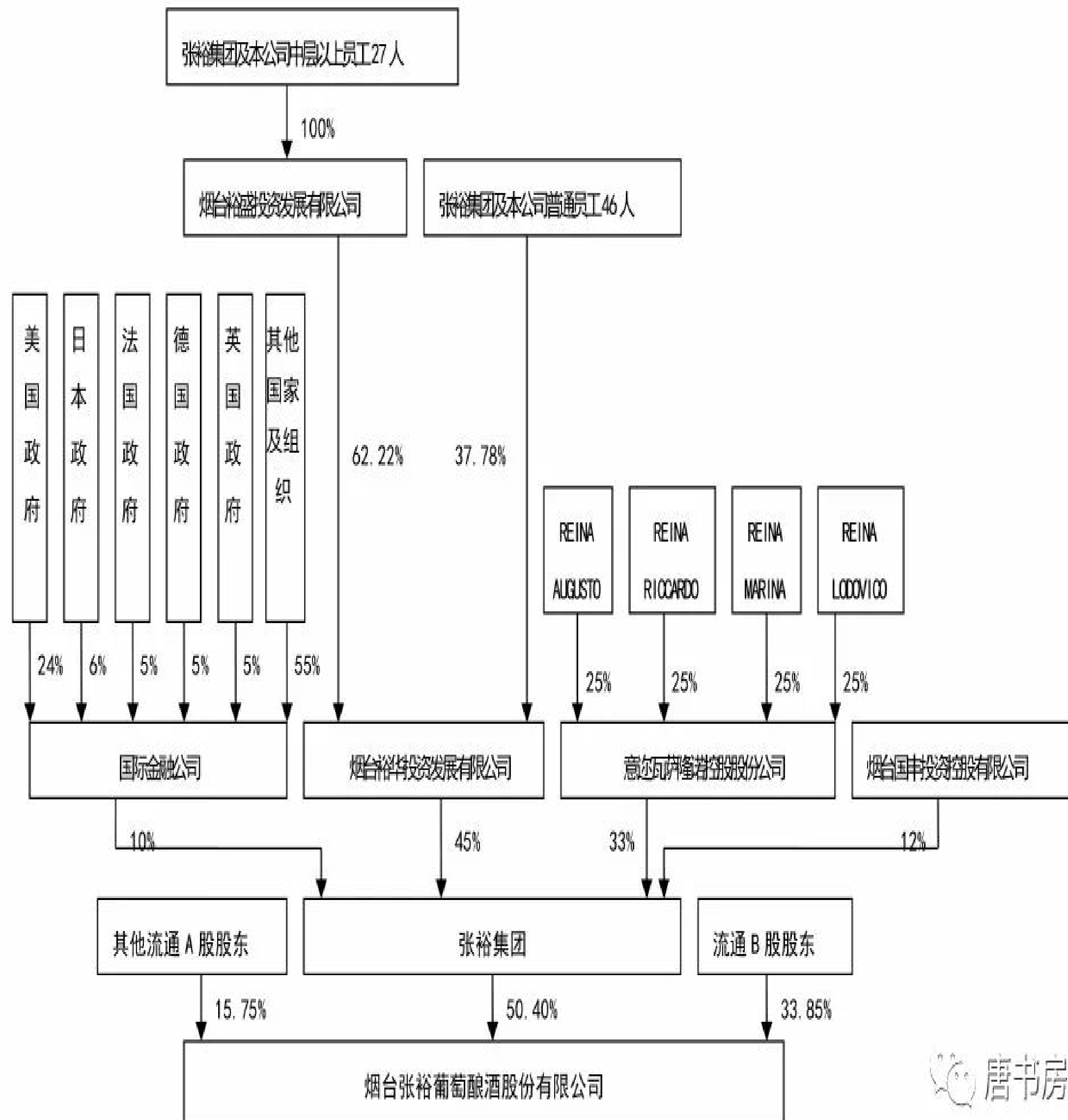
张裕的资产负债表非常干净简单。以三季报为例，可以简化为货币类资产22 亿，经营类资产99 亿，资产合计121 亿，有息负债约9 亿，主要部分是去年底披露的6 亿3.48%~3.92% 利率的贷款，估计是带有支农性质的补贴类贷款，这种款项，贷出来做理财都超值。

经营上很健康，年50 亿左右销售，有两三亿应收账款，有几乎同等数量的预收款，当做两抵。应收款主要是各大型商超账期，回收基本没有问题。2006 年~2016 年，净利润总和121 亿，经营活动现金流金额118 亿，基本吻合，利润含金量十足。

再看分红，过去4 年，现金分红率一直保持在当年净利润的1/3 左右，年分现金3 亿多，相对于现在110 亿市值而言，分红率约3% 。

公司股权结构均衡，如下图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



公司总股本6.85 亿股，其中A 股4.53 亿股，B 股2.52 亿股。公司大股东张裕集团，由公司管理层及核心员工73 人持股45% ，外资企业持股33% ，国际金融公司（支农性质）持股10% ，国资持有12% ，整体力量均衡。

包括董事会也是如此，13 名董事，中方5 名，外资4 名（3 名意大利人，一名代表国际金融公司的华人），独立董事4 名（3 名会计师，一名律师）。治理结构基本令人放心。

综上所述，张裕B 是中国葡萄酒行业龙头，在最恶劣的环境里，年净利润也能做到10 亿左右，产品毛利率66% ，净利率超过20% ，销售基本100% 收回真金白银；目前经营情况有明显向好迹象，行业前景看好；管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

层和核心员工与股东在同一条船上，公司股权结构合理，内部治理基本靠谱；当前股息率约3% ，估值110 亿，低估，值得买入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20180113 九连阳之下的冷思考

原创 2018-01-13 唐朝 唐书房 唐书房

本文不是广告。不但是原创，而且有很多代码。特意套用广告名字和题图，算个恶作剧吧，就是为了只让部分老铁看到，控制分享范围 。顺带也请各位不要将本文转发扩散，谢谢。

本文内容其实和标题更加吻合。2018 年开年的连续上涨，挺吓人的。别人的公司没看，单就我自己持有的企业，九个交易日内，已经有洋河涨幅近20% 、茅台和招商H 涨幅超过10% ，其他腾讯、双汇、海康、张裕B 也出现较大幅度的上涨。所有持仓股票里，仅国投和信立泰出现了小幅下跌。

这种市况下，乐观情绪慢慢开始充斥市场。不过呢，在连续几年高收益之下，开年九个交易日又涨这么多，一般老司机都会本能地觉着今年日子可能不好过，大概率在后面陷入长时间的调整状态，对于很多介意市值回撤的朋友，可能造成压力。

尤其是今年的“ 大格局” 是利率上行。利率上行对股市而言就是估值中枢的向下压力—— 即“ 现金等价物” 这只“ 股票” 的市盈率下降，投资吸引力增加，使更多资本产生“ 卖出股票，买入现金” 的边际需求，从而导致股市承受向下压力。

炒股就是辛苦，要研究那么多。实际上，上述结论就是说出来也没什么价值，不足以支撑任何决策。对我而言，还是简单一些，看清楚自己的企业，然后呆坐等待即可。

本文简单分享一些结论，只针对老唐自己持仓的股票，按照当前仓位占比顺序聊。

1. 贵州茅台600519 ，仓位42%+ 。

2017 年10 月28 日书房推送的估值表格依然有效，有效期持续至三月底，待年报发布后，会做轻微上调。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市盈率	状态	市值（亿）	股价	行为
<15倍	变态低估	3750	<300元	买买买！
15—25	低估	3750—6250	300——500	或买或持
30倍	合理	7500	600	持有
40倍	偏高估	10000	800	可持可减
50倍	高估	>12500	>995	卖出

对于好企业，最好的卖出时机是永远不卖—— 前提是股价不要涨的太快。就像茅台这样居于合理估值区间，被企业盈利推着走（之前的文章已经写过，预计2018 年净利润325 亿以上，昨天公司披露的集团2018 年900 亿收入计划，坐实了老唐325 以上的推论），股价在合理估值区间±30% 范围波动，是企业投资者最容易坐住，最容易赚钱的状态。2018 年，我对阿茅的期望值就是稳在千元上下晃动最好。

2. 国投电力600886 ，仓位14%- 。

2016 年10 月至12 月，老唐在唐书房连续推送了国投电力分析文章18 篇，分为《从雅砻江三季报说起》系列和《两投的风险因素》系列，全部收于书房“ 企业分析-- 水电能源” 菜单下。期间国投股价在6.28~7.14 之间波动，老唐给国投的估值是12 元。

至今，在2016 年12 月9 日推送的《两投的风险因素1 》里面，谈及的七大风险因素，3 和5 已现，1 有轻微露头迹象，加上老唐对清洁能源消纳难度估计的不够保守，12 元的估值给高了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

返回 关闭 唐书房

关于两投投资中的风险，老唐曾理过一下，抛开什么水坝垮了、核战争了之类没思考价值的臆想之外，能想到的风险，大致有7种。分别是：

> 1.升息带来利息支出增加的风险；
> 2.经济下滑带来的电力需求不振的风险。
> 3.上网电价政策性下调的风险；
> 4.来水量大幅降低的风险；
> 5.电煤价格上涨风险；
> 6.税收政策变动风险。
> 7.投资火电、新能源及海外的风险。

不够保守主要体现为两点，一是市场竞争中水电让利幅度超过了我的估计（水电成本低，成了让利的主要理由）；二是低估了雅中直流建设阻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

力。

在上述两点判断之下，2017 年全年，老唐总体是在逐步减仓国投（老唐无成本概念，加减仓不会考虑浮盈或浮亏）。减仓叠加涨幅落后因素，国投仓位占比从最高超过25% ，降低为目前的不足14% 。

目前给它的心理估值10 元，相对于当前约7.5 元左右的价格，还有约1/3 估值回归空间。总体来说，这是一笔虽没有赔钱，但依然相对失败的投资。说失败，不是因为股价没涨，而是对基本面判断有失误。失误的主要部分，居然不是在争议最大的火电资产上，反而是原以为兜底有保证的水电上—— 高估了水电清洁能源的消纳能力。

由于基本面的变化，低估程度的减少，以及自己在优质和廉价之间，更加倾向于优质，估计在2018 年里，老唐还会择机降低国投占比。

备注：雅中直流，起于四川省盐源县，途经四川、云南、贵州、湖南、江西5 省，计划落点为江西省抚州市，线路长度约1700 公里，输送容量1000 万千瓦。雅中直流是十一五期间（2006~2010 年）国家电网规划的雅砻江中游电力外送通道，主要解决杨房沟和两河口投产后的水电消纳问题。

这些年不断传出各种准备工作落实的进展，不断传出要开工的消息。例如国家电网上个月12 号举行的江西电力服务全省经济发展新闻发布会上，国网江西电力发展策划部副主任发展策划部副主任吴键还说到：

“ 加快特高压电网发展已多次纳入江西省代表团的全国两会提案，今年省政府工作报告再度明确要加快发展特高压；鹿心社书记近期在全省开放型经济发展大会上，再次提出要积极争取西南水电特高压入赣。

国家发改委、国家能源局已明确支持四川水电通过特高压直流电网送入江西，并在华中地区统筹消纳。下一步，省电力公司将在省委省政府和国家电网公司的坚强领导下，凝心聚力，加快落实特高压交直流入赣工程前期工作，促成项目尽快开工，早日惠及赣鄱大地”

但是，各种利益博弈，“ 宁要带来污染、消耗煤炭资源的本省火电，也不要外送的清洁能源” 的地方势力，可能比我们预计的更有力量。

据本月6 号的《中国能源报》报道，江西省能源局电力处明确表示“ 目前江西电力系统规模较小，如短期内接受特高压，江西将成为全国受电比例最高的省份，电力系统风险巨大。因此，我们考虑并已多次向国家汇报，在‘ 十四五’ 中后期（老唐注，指2023 年以后）再通过特高压引省外电力入赣。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

江西省在十三五期间（2016~2020 年），还要继续建设864 万千瓦的火电（对了，还记得死了73 人的江西丰城电厂事故吗？昨天的消息，宜春市副市长承担主要责任，被撤职），接纳雅砻江外送水电的难度越来越大，也正因为此，2017 年11 月7 日国家发改委、能源局发布的《电力发展十三五规划》里，依然没有明确雅中直流究竟建还是不建的问题。

雅中直流建设的推迟，对于雅砻江中游电站的盈利能力是根本性的伤害，直接降低雅砻江水电和国投电力的估值。而白纸黑字写成文件的煤电联动，本应确定并公布的消息，也依然在各大势力博弈中，迟迟没有动静。

老唐个人估计电价还是会上调，但上调幅度还在博弈—— 现在的推测是度电上调1 分到3 分之间，但最终偏左还是偏右，巨头们正掰手腕ing……

3. 腾讯控股00700 ，仓位14%- 。

腾讯的估值反而是比较简单的事情，去年写过好些篇文章了，此处只说结论。腾讯的核心优势有二，其一是QQ 和微信平台，几乎一网打尽所有智能手机用户，且用户每天在上面耗时较长；其二是连接一切的战略思路和深谙互联网及移动互联网的管理层。

在优势一里，腾讯未来营收和净利增长主要是两个字“ 深化” 。也就是给全国高达33 万亿的商品和服务零售总额，提供“ 鹅牌替代品” ，并从中获取相应的收入（33 万亿是2016 年数据，包括线下28 万亿，线上5 万亿）。这部分，无论在流量、支付以及直接提供产品或服务的角度来说，腾讯必将分一杯羹。

在优势二里，腾讯利用对互联网和移动互联网的更深理解，扶持和挖掘相关产品，利用被投资对象所期望的流量优势、品牌优势、口碑优势，获取理想的投资入股价格，并通过上述优势将被投资对象扶持做大，获取增值。

简单说就是某项目，假如当下合理估值是100 ，其他风投要拿20% 股份，需要支付20 ，但腾讯可能只需要支付10 甚至5 就可以拿下。因为原股东非常期待腾讯介入后，带来流量、品牌和口碑优势，使企业估值迅速提升，存活和胜利乃至成为细分龙头概率均大幅提升，从而弥补在入股时的价值让步。况且，腾讯在投资方面还有很大一个优势：如果我俩谈不拢，我会投你的竞争对手。这句潜台词的恐吓力是足够的。

有了上述两点定性，腾讯接下来几年的增长是基本可以确定的，差别只是幅度。所以，在老唐最近一次推送有笔新钱计划加仓腾讯时（12 月6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

号），自己写过一个简单推算：

以2017 年约700 亿人民币的利润为起点考虑，若未来几年年均净利润增长能维持30% ，则2021 年净利润预计为2000 亿左右，若届时市场给予25 倍~30 倍市盈率，则市值5 万亿~6 万亿，相对当前不足3 万亿（366 港币/ 股）的市值，有接近翻倍的空间。

若年均净利润增长为20% ，2021 年预计约为1500 亿，若届时市场给予25~30 倍市盈率，则市值为3.7 万亿~4.5 万亿，年化收益率约7%~15% 。就上述估计而言，我的判断是增长20% ～30% 之间基本能够确定，再高就算额外赠送。25 倍~30 倍市盈率也基本确定，再高也要看市场先生。

此处追加，收益率大概率落在20% 以上，兜底不会坏过7% 。新钱暂时没有更好的地方去，就加了一小笔。

4. 民生01988 、招商03968 。仓位合计11%- （6%+ 、5%- ）

银行股，我正好持有冰火二重天，涨最好的和涨最差的。这实际上就是在“ 不知道银行这几年优势究竟会在资产端还是负债端” 的前提下做的决策，两头围堵，它俩在我心中，是一对套利的银行股。当然，这里的套利不是一渣一沽，而是无论银行这两年的优势体现在资产端还是负债端，我都能保证自己逮住一个，取得行业平均收益。

关于这俩银行的竞争优势，还是直接拷贝2014 年2 月22 日我发在雪球的帖子，观点没有变：

银行（招商银行，民生银行）：1. 今天，天朝的银行还只是个给金主找借贷者，给借贷者找金主的皮条客。自营衍生品可忽略为零，其实属于小风险的生意；

2. 银行的另一个业务，就是印钱，以央行高能货币为母钱印钱（部分准备金制度）。成本就是，有时要按照政策放一些不稳当的贷款。与之对应的是，有收益银行得，出大事，全国人民扛。赢就赢全部，输就输一半的生意，值得下注。

3. 招行，在70.80 后心智中，树立了良好的形象。他们钱少的时候，在招行。待到钱多时，离开招行变得很麻烦，需要很大的利益诱惑才值得动手。所以，招行在笼络近20 年的主力金主方面，有优势。

民生，后娘养的，银行业里唯一成气候的私企。根子上有危机意识，有吃苦意识，愿意在国企嫌麻烦的领域里去拼缝。也因此，在寻找愿意接受高价的借贷者方面，占有优势。算个嘴勤腿勤的皮条客。

4. 便宜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

银行（招商银行，民生银行）：1.今天，天朝的银行还只是个给金主找借贷者，给借贷者找金主的皮条客。自营衍生品可忽略为零，其实属于小风险的生意；2.银行的另一个业务，就是印钱，以央行高能货币为母钱印钱（部分准备金制度）。成本就是，有时要按照政策放一些不稳当的贷款。与之对应的是，有收益银行得，出大事，全国人民扛。赢就赢全部，输就输一半的生意，值得下注。3.招行，在70.80后心智中，树立了良好的形象。他们钱少的时候，在招行。待到钱多时，离开招行变得很麻烦，需要很大的利益诱惑才值得动手。所以，招行在笼络近20年的主力金主方面，有优势。民生，后娘养的，银行业里唯一成气候的私企。根子上有危机意识，有吃苦意识，愿意在国企嫌麻烦的领域里去拼缝。也因此，在寻找愿意接受高价的借贷者方面，占有优势。算个嘴勤腿勤的皮条客。4.便宜。

手机打字，若有错漏，各位将就看。

转发(22) | 评论(74) | 赞(6) | 收藏 | 举报 收起

老唐写了一本15 万字的《手把手教你读财报2 》来谈银行股，但无论在雪球或者在书房，却很少写文章来讨论银行，一般也很少在评论里答复有关银行股的提问。

主要原因是银行要涉及的金融术语太多，如果术语理解不了或者界定不清楚，大家妄图几句话交流，完全是鸡同鸭讲，瞎扯对嗑，毫无价值。而如果读过《手2 》的，对于银行股值不值得投资，投资的时机是什么，银行股如何估值等内容都已经有清晰的阐述，再谈也谈不出什么更多的东西。

2017 年银行业的主要事件是严控理财、打击非标，这都是《手2 》里预见过的内容（主要受害者某业银行）。2018 年，老唐依然会保持资产优势行和负债优势行均衡配备。或许会根据估值变化，再搬部分招行到民生或者工行上，其他不会有什么大动作。

5. 洋河股份002304 ，仓位6%+

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

洋河，企业基本面发展良好，和以往文章所谈没什么变化。在去年5 月14 日书房文章里，老唐直接给出结论，2017 年洋河的合理估值约为1700 亿上下（当日1222 亿）。



置，即2017年洋河的合理估值约为1700亿上下（分红后每股110元），当前价格依然处于低估状态中。

2018 年开局良好，最新消息是从去年12 月20 日到1 月10 日期间，洋河销售额已接近80 亿元，各价格带主力产品增长喜人，海之蓝、天之蓝、梦之蓝分别同比增长140% 、121% 、218% ，珍宝坊增长82% 。最令人惊喜的是，梦之蓝M9 ，春节期间销售预计将达到2017 年全年的两倍，达到去年春节期间的四倍。

优秀是一种习惯，好企业总是不断地带来惊喜。在主力产品发力，尤其是高端产品发力（茅台零售价暴涨打开和带动的增长空间，谢谢阿茅）的可喜局面下，洋河的合理估值可以看高两成。也就是说，今天收盘的市值（2065 ）可以看作2018 年的合理估值—— 注意，只是合理，并非高估。没有明显便宜占不交易，是老唐的投资信条之一。

6. 信立泰002294 ，仓位4%+ ，

信立泰，老唐也给过简单粗暴的结论。2017 年8 月27 日书房文章

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

11:22 

〈返回 关闭 唐书房 

今天，一年半过去了，看法没变。**这个位置依然是可以买入信立泰的地方，正常市场状态下，合理估值至少给在400~450亿区间**——你看，老唐最大的特点，就是清晰。对，要对的清晰；错，也要错的清晰👌，不搞“父在母先亡”那类永远有理的话术。

文章发布当日，信立泰市值不到325 亿（次日老唐30.2 元少量加仓，书房实时推送），今天456 亿。再次进入了合理估值区间，推动信立泰半

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年上涨超过40% 的催化剂“ 一致性评价通过、新药逐步放量” 因素，文中都谈过，现在形势没有变化，老唐给该股的估值也没有变化。

7. 双汇发展000895 ，仓位4%-

2017 年4 月5 日，书房文章《蛰伏者双汇》给的买入和持有理由“ 几乎找不出来变坏的可能，只是不知究竟会变多好” ，今天也没有变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

11:33 

〈返回 关闭 唐书房 

⑦经查询老唐实盘记录，老唐是2016年4月8日买进双汇的，买入价格是20.24元。经过10派12.5元和10派9元后，当前股价在22.55元，大约浮盈20%出头。当时买入，主要是因为需要深圳打新门票，而自己比较熟悉的白酒业配置已经很重了，遂选中双汇。选择的理由很简单，主要就是上面第④条理由“几乎找不出变坏的可能，只是不知究竟会变多好的事儿”，这天然就是个打新门票条件。今天看法没变；

双汇刚刚换了帅，由擅长生鲜的马相杰，替代了致力于推动低温肉制品而收效不大的原总裁游牧，企业的战略会发生怎样的变化，需要时间观

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

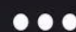
察。对其看法没有变，继续持有中。

8. 海康威视002415 ，仓位2%-

海康发展前景不错，老唐在去年11 月1 号的推送文章里，这么写海康（当日市值约2870 亿），今天看法没有变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net





只是海康估值轻微偏高，暂无继续买入打算。可以和腾讯做对比，腾讯2018 年大概900 多亿利润，目前约3.5 万亿市值。海康2018 年大概90

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

多亿利润，目前约4000 亿市值。论行业前景和竞争环境，明显腾讯更优，有钱宁加腾讯不加海康。

9. 古井贡B200596 、张裕B200869 、粤高速B200429 ，合计5%-（2%- ，1%+ ，1%+ ）

由于资金调度不便，B 股目前占比较小，主要是观察和尝试意义。三只B 股里，古井贡B 估值偏低，在2018 年行业整体景气度上升形势下，股价大概率继续走强。

张裕是国内红酒龙头，在行业里一家独大。以去年上半年数据看，张裕一家的营收占15 家红酒业上市公司营收总和的52% ，净利润的258% （张裕盈利6.7 亿，其他14 家合计亏损4.1 亿）。其领先优势非常明显，净利润第二名威龙和第三名莫高，净利润仅有0.26 亿和0.14 亿，完全不是一个竞争体量的。而营收老二长城，营收也仅有张裕的43% ，净利润更是亏损3.6 亿元，产品竞争能力和企业管理能力也不在一个级别上。

在2017 年12 月16 号的《入坑》一文里，老唐阐述了自己的认识，核心主要是：第一，老唐截止目前依然不懂红酒；第二，张裕连续数年营收和利润稳定，证明有自己的忠实消费群体抵御海外红酒的冲击；第三，红酒行业整体应该还会有扩大前景；第四，在这个扩大中，国产红酒行业龙头没道理才110 亿市值；第五，股权结构还算令人放心。因此，配置一点学习。

粤高速B ，是一个类似债券的股票，估值便宜、回报稳定，但期望值不大。在老唐越来越侧重“ 优质＞便宜” 的体系下， 不排除哪天一哆嗦，就将这1% 捡便宜的仓位换成别的了。

今年尚无交易发生，个人实盘组合显示如下：

其他好懂，就是这个组合显示的“ 月 12.17%” 没搞懂是怎么算出来的。自己对比了一下市值，相对于年底写总结的记录，2018 年的9 个交易日，市值实际只增加了8%+ 。

基本就这样了。对了，还有1000 股宋城演艺300144 ，观点无变化，继续等跌中。

没有新黑马，都是老面孔。对于周周都要找两只黑马、天天都想抓住一个买卖点的投机者而言，本文是无趣的老调重弹。对于投资者而言，盯好自己能理解的企业，足矣。至于自己不懂的企业，例如地产、保险、比特币…… ，无论是一年十倍还是一天十倍，对我而言，就仿佛听到有人买中福彩，哦一声就过了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

偶像巴神，早在1970 年就已经这样公开回答错过牛股的质疑：“ 放弃一个我无法了解和认识的机会，并不会让我感到烦恼—— 尽管其他人可能已经对此进行了深入的分析，并已经取得了良好的回报” 。～沃伦. 巴菲特1970-2-25 ，老唐没有什么补充的，抄过来与大家共勉

以上分享，均是老唐的个人看法，100% 确定会有错误。据此决策、风险自负。类似截图这样的读者，建议立刻清仓，珍爱生命、离开股市！切切。



。冒号，，，，

吹吧，反正就3万块钱全压了你的国投，还套几个点

2018-01-11 17:01:08

老唐估值法及运用解析（中）

你的回复

活该，哈哈，下次换个人抄，继续赢了你英明，亏了就怪他。坚持这么干，坚持当loser



。冒号，，，，

好长，懒得看，没钱买，买了你的国投，亏了几百块，心累

2017-08-28 11:57:04

信立泰中报速读

你的回复

确实长，太费劲了，所以特意在封面上就写好结论了！不过要辟个谣：国投不是我的



。冒号，，，，

不知道啥意思，感觉很厉害的样子，顺便问问，抄你作业买了国投，亏了300了，该割吗？

2017-08-19 15:41:42

关于抄作业的是与非

你的回复

该。反正需要问别人这个问题的股票，都该割了。

祝各位周末愉快！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20180204 将来的你，会感谢现在奋斗的你……

昨天星期六，和十多年前居住的小区老邻居们团年，话题不知道怎么地聊到了人的主观能动性作用。老唐一时兴起，口沫横飞地扯到了前两天刚看过的一份新股资料，一通鬼吹。事后觉得聊的东西好像还有点价值，记录分享给书房的朋友们。

新股是1 月31 日摇奖的养元饮品，发行价高达78.73 元。陌生的名字、奇高的价格，驱动老唐随手翻了翻相关资料—— 很可惜，翻了也是白翻，人品值累积不够，大肥肉老唐没摇中。

翻资料才发现，这家公司的名字虽然陌生，但说起他家产品「六个核桃」，估计绝大多数人都听说过。

老唐的习惯是新上市的股票，三四年内我基本不会关注，未满五年我不会投资（老唐有位线下好友，雪球@ 刘马克 更严格，上市满十年的公司才看）所以，这里不准备聊它是否有投资价值，而是由养元饮品的历史渊源，引发出对人的主观能动性的伟大力量的感叹。

这家公司成立于1997 年，原名河北元源保健饮品公司，是河北老白干集团下属的一家国有企业。从成立开始，这家企业就没有昌盛过，到2004 年，企业已经濒临破产。2004 年，老白干集团将公司作价309.49 万元，整体转让给原管理层及员工共计58 人，企业脱离国有身份，成为了一家私企。

企业还是那个企业，人还是那些人，也没引进什么海归海带海龙王，论说起来，没了国企身份，恐怕获取资金支持、政策支持还要困难一些了。但就是这班人，买下公司次年就搞出了明星产品六个核桃，硬是扛着原来濒临破产的公司，走到今天。

以IPO 披露的经营数据看，2016 年，养元饮品营业收入89 亿元，净利润27.4 亿元。27.4 亿净利润水平，在整个A 股的食品饮料行业里，可以排第七，仅次于茅台、五粮液、洋河、伊利、双汇、海天，已经超越老牌名酒企业泸州老窖（19.3 亿）了。

而此时，原来老东家老白干旗下上市公司老白干酒（老白干集团的核心资产）2016 年的营收才24.4 亿，净利润仅1.1 亿，营业收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

总额还不及自己抛弃的养元饮品净利多。

再对比同行，同样主打植物蛋白饮料的老大哥承德露露，2016 年营业收入也只有25.2 亿，不及养元饮品的三成。净利润4.5 亿，更是只有养元的16% 左右。

要知道就在养元饮品前身濒临破产的时候，承德露露就已经是植物蛋白饮料的巨无霸了。2004 年，养元还是一个价值0.03 亿的包袱时，露露的营收已近10 亿，净利润5000 万，市值数十亿了。

当时的露露，一定是买下河北元源保健饮品公司的那58 名员工心中神一样的存在。而今天，他们已经远远超越了心中曾经的神，开始挑战更高的梦想，这就是人的力量。这个案例的有趣之处在于，企业只是卖给了原来本就实际经营公司的管理层和职工，就带来了如此天翻地覆的变化，变量似乎只能从人的主观能动性上去找了 。

由此想到投资领域著名的船与船长谁更重要的问题。记得巴菲特好像表述过，首要是选行业选企业，要选那些白痴也能经营好的企业。但是，你看他投资的企业以及投资的理由，似乎船长（管理层）的重要性，一点儿也不会低于船（行业前景和企业竞争优势）。

有名的几个案例，比如著名的B 夫人经营的家具商场。很明显这家企业的核心经营力就是来自人，来自这名个头矮矮的老太太。一个有力的例证就是，老太太把企业卖给巴菲特六七年以后，因为和孙子不和，一怒之下要小孩脾气，在街对面开了一家竞争店。最终巴菲特不得不再次出钱收购了新店，然后学乖了，让97 岁高龄的老太太签下禁止同业竞争协议，哈哈 。这不是就证明收购主要冲着船长去的吗？

再比如巴菲特1986 年收购的费切海默兄弟公司（海德曼家族经营的一家制服生产和销售企业），他在1988 年致股东信里的原文写到：海德曼家族就像B 太太的辛辛那提版。不管是家具制造业还是服装行业，它们都不是很有吸引力的产业，只有出色的管理者才能让股东获得良好回报。

再比如对赫尔兹伯格钻石商店的收购，巴神在1995 年致股东信的原文说：杰弗里（杰弗里. 考门特，赫尔兹伯格钻石商店的CEO ）是我们喜欢的经理人。事实上，如果这项事业不是由杰弗里来管理，我们可能就不会买下它。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

谈及对吉列的收购时，巴菲特写到：“ 无论怎样强调一个CEO 对公司的重要性，都不会过分。” 在收购一家小型工具生产商艾斯卡公司的时候，巴菲特说“ 这项事业没有任何神奇之处，只有靠优秀的管理才能赋予其价值” 。

还有，巴菲特对汤姆. 墨菲的盛赞：汤姆墨菲不但是伟大的管理者，也是那种你会希望将自己女儿嫁给他的人。没有与汤姆. 墨菲的相互敬重，很可能根本不会诞生对大都会广播公司的收购。

…… 如此等等，还有很多。

这些案例一一展示了，在投资当中人所起到的关键性作用。因此，我对巴菲特投资体系里的船与船长的重要性排序是这样理解的：首选船好+ 船长优秀的；其次，如果二者不能兼得，选择好船+ 普通船长；再次，如果船很普通，那么就一定要具备非常非常非常优秀的船长，才使得该企业具备投资吸引力；最后，其他船与船长组合，不用看了。

人的主观能动性激发，通常而言，要么由某种利益激励，要么是优秀者的一种习惯。养元饮品职工的主观能动性明显来自前者，而巴菲特似乎更注重后者，他投的很多企业、称赞的很多CEO ，绝大部分都已经超越了为金钱而努力的阶段，往往是一种优秀者的秉性。努力在他们身上是一种不需要外力的常态化的东西。

正巧，昨日在正和岛的公众号上读到过一篇很不错的鸡汤文，题目叫《昙花一现的努力，都是伪努力》，很值得读。我把链接放在文末的阅读原文上，有空读读吧，说不定就戳中你内心最软弱的地方。

我摘几段：

努力常态化这点特质，在我认识的许多大牛身上都能看见。你看他们：

大年初二的早晨，坐到桌前写方案；

年会狂欢结束后，回到办公室改合同；

高铁上、机场里，用手机写稿子，回邮件。

他们不会觉得以上这些有多了不起；他们不会被自己“ 熬夜一次” 而感动；他们也不会把这些发到朋友圈里，然后在旁边写上“ 我也是挺拼的” 。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这些努力，不需要心理建设，不需要自我说服，不需要意志力驱动。这些努力，是潜意识中的自发行为，是肌肉记忆的习惯动作。

在我的视角里，这些点点滴滴、无人关注的努力，才是真努力。

常态化的努力，才是真努力。

————————————————————————

常态化努力的对面，是间歇式努力。

你办了一张健身卡，决心重塑自己的身体和生活。 1 月 1 日开始，12 月 31 日到期，中间只去过两次。

你买了英语六级的单词书，占了图书馆的座位，雄心勃勃要大干一场。最后脑子里，除了对 abandon 滚瓜烂熟，什么也没留下。

你朝九晚五地上班，你浑浑噩噩地过活。你觉得百无聊赖，看不到生活的希望。你决定每天下班回家后，拿出两个小时充电和学习…… 回家的那一瞬间，着了魔一样，懒神附体：凌云壮志滚一边去，打开电视，端上平板，舒服窝在沙发里。

你的生活特别像那本六级单词书：书的前一小段被翻看了无数次，页角都皱了；但后边的内容，崭新如初，少有触及。

这似乎是微不足道的小事，但却又关乎成败的大事。这些细节，折射出的是努力的属性。努力常态化是牛逼与否的分水岭，各自延伸出的，是截然不同的轨迹。

多数人只是在热血和堕落间徘徊：一段时间，猛冲猛打，自己感动哭了；一段时间，懒散放纵，行尸走肉一般。

我相信，每个人都努力过：都有过热血沸腾、立誓发狠的时候，都有过奋进狂飙、强力输出的经历。然而，平庸和杰出之所以泾渭分明，那是因为，平庸者的努力是碎片化的、不成系统的，走走停停，断断续续。

我们有时候会想，“ 我都努力过了，为什么还是没得到好运气”。实际上，努力不是重点，常态化才是关键。

昙花一现的努力，都是伪努力。

————————————————————————

努力无用也好，阶级固化也罢，多数时候，是不努力者的借口。一个人，连力气都没有用尽，还谈什么方法、理想和人生？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在我的公式里：成就 = 天赋 × 运气 × 努力。其中，只有努力是我们唯一能掌控的东西。

努力当然是有用的，扪心自问，你做 12 个小时是不是就比 8 个小时更有产出？如果不是，那你也太弱了，别折腾了，找个地方养老吧。

这里的努力，不是一天两天，不是一月两月，甚至可能要一两年才能看出端倪。可惜大多数人在回报来临之前，选择了放弃。努力一两下就有回报？哪有这样的好事。生孩子都要十个月。

为什么摘这些鸡汤给大家呢？因为想起来偶尔会在后台收到某些朋友发来的消息：老唐，理解公司太难了，有没有便捷的方法？老唐，手把手不好消化，还有没有更简单的入门书籍推荐？老唐，年报看不进去怎么办？老唐……

你没有去理解，当然难。你踏踏实实读上公司及竞争对手十年财报，不用任何人给你讲，你自然知道这公司是怎么赚钱的，公司的客户是谁，供应商是谁，相互之间的地位如何，管理层是老老实实地本分人还是投机取巧不靠谱，公司的市场份额是越来越大还是前途暗淡，行业内变化巨大三天两头转型还是形势稳定一招鲜吃遍天…… 这些东西，要看一份一份材料去读的，不是看几个财务指标，或者你找人随口一问，别人也随口给你一说，你就“ 理解” 公司了。

至于《手把手教你读财报》，正版纸质书20 多万读者，加上电子书以及满天飞的盗版，估摸着得有超过30 万读者了，绝大多数人都能一遍又一遍地阅读和理解。你如果翻开书半小时，然后说不好懂。有没有想过，你还没有让自己“ 努力去懂” ？再说了，书房菜单” 号内搜—— 手财陪读” 里面，逐页逐页回答了大约200 个问题，全书一共才274 页，几乎任何难点，都有前面的读者帮你提出过问题了，你去查询没有呢？

在投资这件事情上，我可以肯定的说，书房里的读者，有一位算一位，包括老唐在内，我们大家都没有走到拼天赋的阶段，只是你努力多一点，他努力少一点的差别而已。“ 努力一两下就想有回报？哪有这样的好事。生个孩子都要十个月” 。

优秀是一种习惯，努力常态化，你的主观能动性所驱动的伟大力量自然就会迸发出来，展现出让你自己都不敢相信的伟大成果。如同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

六个核桃那58 名员工，起初一定没敢想过会让老白干在屁股后面吃灰，一定没敢想过自己会一骑绝尘超越神一般的露露。

这一切，需要的是动力，动力没有人能给你，除了你自己。有动力，努力自会常态化，成为日常行为的习惯。没动力，只是偶然冲动性努力三天，发发朋友圈，感动感动自己，那么，只好准备另一条鸡汤：努力不一定会成功，但不努力却可以很轻松

怎么选？看看你的掌心，那里握着选择权。

周末愉快，哦耶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20180227 聊几份业绩快报

最近，不少公司发布2017 年度业绩快报，其中有三家公司是书房成文分析过的，有两家是老唐的持仓股。这几家企业的业绩，都在三季报里预告过了，实际业绩也都在预告的范围以内，本次预告实际上没有任何新信息。但好多朋友关心，老唐还是聊五毛钱的 ，算是个基本面复盘吧。

在谈公司之前，先小科普一下业绩预告的事情。有很多朋友不知道什么公司、什么情况下需要发布业绩预告，我记忆里的规则大致是：

① 中小板和创业板企业，必须在每年10 月发布的三季报里做出全年业绩预告；

② 主板企业以下三种情况，必须在三季报里做出预告A. 当年可能亏损；B. 当年可能扭亏为盈（就是上一年是亏损的，今年预计将盈利）；C. 业绩同比可能会增长或降低超过50% 。

③ 其他情况，企业随意，可预告也可不预告。

三季报预告以后，企业「可以」在年报发布前，主动披露业绩快报（就是今天谈及的这个）—— 注意「可以」表述，也就是说并非规定，企业自己看着办，愿意披露就披露，不愿意就拉倒。

但是也有两种情况是必须的，一种是中小板和创业板企业，如果和深交所预约的年报披露时间是2 月底以前，那么业绩快报就随意。如果在2 月底以后，就需要在2 月底以前发布业绩快报；

另一种情况是，因为三季报发布的时候，全年还没有结束，所以业绩预告有可能不准。如果全年结束后，上市公司发现实际业绩和三季报里预告的业绩有重大差异，也需要发布业绩快报。

之所以说「记忆里的大致规则」，是因为这是多年前的规定，多年没怎么关注预告事项这种事儿了，有微调也说不定。想知道准确规则的，自己上深交所和上交所网站去查规定。

下面逐家说，先说信立泰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

信立泰三季报里预告的是0%~10% 增长，结果4% ，中规中矩。整个业绩预告里没有任何值得注意的新信息。所有关于信立泰的经营特点、发展隐患和预期轨迹，均仍可直接阅读去年3 月的《投机者信立泰》上下篇和去年8 月的《信立泰中报速读》旧文（号内搜里搜“ 信立泰” 即可）。

那三篇文章里，不仅有对信立泰的分析，还直接给了估值数据，目前暂时没有需要补充的。

<返回 关闭 唐书房 

今天，一年半过去了，看法没变。这个位置依然是可以买入信立泰的地方，正常市场状态下，合理估值至少给在400~450亿区间——你看，老唐最大的特点，就是清晰。对，要对的清晰；错，也要错的清晰👌，不搞“父在母先亡”那类永远有理的话术。



信立泰本轮高点出现于去年最后一个交易日，最高股价45.68 元，对应市值478 亿，调整最低位置出现在本月9 日，最低股价36.55 元，对应市值382 亿，基本就是围绕合理估值空间小幅波动，既没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

触及有便宜可占的卖出区间，也没有达到有便宜可占的买入位置。因此，我呆坐傻看至今。

再说海康。

海康的最早覆盖是去年的五一节，源于大家的点杀。详细观点见《王者海康》四篇文章。在五一过后的第一个交易日买入后，随着对它的继续学习，我对海康的观点有轻微调整，是象乐观方向调整。比如去年11 月1 号《乱炖三季报》对海康的阐述

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

返回 关闭 唐书房

海康

海康，自今年五一首次覆盖，发表了《王者海康》四篇文章后，5月2日买进1%后，股价就一直飚一直飚，半年涨了70%。实在是郁闷无比，不想多说了。就补充两句：①目前正是海康的估值切换期，由安防企业向AI之眼切换，不能理解这一点，就无法理解海康的强势上涨。②未来的海康不仅会发展新客户，还会把它的老客户通通再啃一遍。海康的市场空间，很可能比现在所有研究报告看到的都要大。

唐书房

以及本月7 号大清早发布的《暴跌之后》，在海康股价收于36.61元的时候，老唐还妄想着再跌一点，准备加仓海康呢！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

返回 关闭 唐书房 

如果腾讯和海康股价继续大幅下跌，老唐很可能还会继续买入。另外，宋城演艺距离去年初设定的买入价240亿市值也不远了，貌似也会有希望买到——资金来源都将是卖出国投。其他公司暂无买卖考虑。

唐书房

很遗憾，没给机会，10 个交易日直接弹起来超过20% ，口水又白流了。此时可以说说老唐当时对海康的计划了：准备在31 以下和26 以下，各加仓2 个百分点。

为什么是这两个价位，说破了也不神秘，就是30 倍市盈率和25 倍市盈率的位置。背后的原理嘛，以前阐述过，对于优秀企业，最高可以给到合理估值的上沿，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

返回 关闭 唐书房 

“成长是价值的安全边际”这句话，突然给我打开了一个新的空间。也就是说，只要我们能确认未来会有成长，大师的经验是出价可以触及当下估值的上限——注意，依然不是过高出价，而是当下估值的上限。

什么是当下估值的上限呢，老唐在今年4月上旬的文章《像老板那样投资》一文里写过：

> 30倍市盈率是我认为的合理估值上沿……为什么是30倍市盈率？因为30倍市盈率代表着3.3%的年收益率，而这个收益率是存银行就可以获得的。

唐书房

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

---

公司三季报预告全年业绩85~100 亿，因比较看好，拍脑袋取偏乐观值95 亿（实际快报为94 亿）。总股本92.3 亿股，按照30 倍和25 倍市盈率计算，价格分别为30.88 和25.73 元。

这背后隐含着我运用pe 估值时的三大核心前提：第一，我认为海康的利润是真金白银；第二，海康维持当前盈利所需资本投入较小；第三，海康确定会有25% 的增长。连续三年25% 的增长，意味着三年后业绩翻倍，25 倍市盈率买入，符合老唐估值法要求的“ 三年后若以15~25 倍市盈率卖出能赚一倍就是值得买入的位置” 。—— 一说破，又会收获一片鄙视的眼神咩 ？

至于为什么会确定有增长，看《王者海康》一文、上面《乱炖三季报》的截图①② ，以及昨天老唐推送的那个老大哥修仙图。鉴于敏感因素，被迫装神：“ 懂的自然懂，不懂的就别问，你又不知道还瞎问个啥？” 。

不过，有句话还是要补充的：修仙一语，只是揣摩市场看法，算茶余饭后虾扯蛋，非投资依据，实际上老唐昨天也没有买进一股海康，只是过了过嘴瘾。

再说说老板电器。

老板电器，我不持有。只是因为大家的点杀，于2017 年4 月写过一篇分析文章，文中给出的结论是以当时的市值386 亿买入，很难获得满意的收益率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

假设2019年，市场能够给这样一个营收过百亿、年营收和净利润增长约25%的企业20~25倍市盈率，则届时市值波动范围可能约为500~625亿。如果计划获取三年翻倍的利润，则可以买入的空间为250~310亿，当前市值386亿。

营收达到理想目标、毛利率提升继续如过去三年般优秀、费用继续如过去六年那样有压缩空间，加上所得税率继续享受优惠，**所有的利好预期全部达成的情况下，此时买入仍然很难取得年化24%的收益，你投不投?**

唐书房

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

---

最终的选择是，我不敢投

返回 关闭 唐书房 

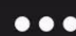
即便公司能够完成预定目标，也要依赖接盘侠激情（给予更高市盈率倍数估值）才能获得满意收益，这样的投资我不敢做。

因而，此时的老板就这样被我排除了。表面上看，是靠财务数字排除的，但归根结底，还是因为“不能理解”造成的。

唐书房

今天，老板电器封死跌停板，但市值依然有422 亿，比成文当日的386 亿高出近一个涨停板，所以，老唐引用该文，并非为了嘚瑟自己看对（若以市场表现衡量，老唐经常看错的。务必在看到老唐嘚瑟正确案例时，别忘了老唐不说的那些被打脸的案例，比如白云机场。再说了，其实看对也不值得嘚瑟，闭着眼睛瞎说也有50% 概率对），而是想强调该文排除企业的思考方式：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

返回 关闭 唐书房 

因而，我对老板电器表述的核心竞争力“高端品牌的运营能力、全面高效的营销能力、持续创新的研发能力”，只能认可营销算是一个核心竞争力，其他两项基本就是一个“钱”的问题，有投入下去，就能解决。对于这样一个没什么门槛的行业，何以长期保持高毛利而没有引发更多产业巨头进入参与竞争，老唐百思不得其解。书房里哪位朋友有研究的，还请不吝赐教。

唐书房

书房多篇文章都曾强调过，能否回答该企业“ 何以长期保持高毛利而没有引发更多产业巨头进入参与竞争” ，是区分懂不懂一家企业的核心问题。

如果不能清晰有说服力的回答自己，那就足以证明它属于自己不懂的范围。不懂怎么办？不懂不去就是了，不懂不去比会运用180 种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

方式计算企业估值可要重要百倍！

投资，是个很有趣的考场，它只是让我们在几千道题里，自由挑选几道自己有把握回答的问题来答即可，不答的题完全不扣分，甚至只要敢承认自己一道也不会，老师一样给班级平均分（指数基金）。这样的考试的规则，何必要去挑那些难度系数超高的题来操练呢？

当然，有些情况下，可能是自以为懂了，能够给出答案。实际上是运用循环论证，自己骗了自己—— 说起自己骗自己，想起一个经典桥段：前段时间有某企业计提炒股亏损数十亿，导致业绩巨额下降，有人转发一篇奇文给我看。文章挺长，里面有段论证很别致，大致是说该企业的炒股战绩，如果不算亏损的部分，实际是盈利的。这种自己给自己注射麻药的狠劲，也算是登峰造极了 。

不懂而以为懂，在投资界常见，既有知识因素，也有心理因素，总体还挺难解决的。但一般来说，如果在研究任何一家公司之前，都能问自己一遍《看不懂与看得懂》一文谈到的4 个问题，掉坑的概率会小很多。

四个问题拷贝在此供参考：

① 这家公司靠销售什么商品和服务获取利润？

② 它的客户为何从它这里采购，而不选其他机构的商品或者服务？

③ 资本的天性是逐利。眼看这家公司坐享丰厚利润，为什么其他资本没有提供更高性价比的商品或服务，抢占了它的市场份额，或逼迫它降低利润空间呢？

（更高性价比，即可以是同样质量/ 数量+ 更低价格，也可以是同样价格+ 更高质量/ 数量）

④ 假设同行挟巨资，或者其他产业巨头挟巨资参与竞争，该公司能否保住乃至继续扩张自己的市场份额？

明天就月底了，附个简介当月结吧：

截止2 月27 日中午收盘，老唐持股茅台41%+ ，腾讯18%+ ，国投9%+ ，民生H6%+ ，招行H5%- ，洋河6%- ，信立泰4%- ，双汇4%- ，海康3%- ，古井B5%- ，另有观察仓宋城不计。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2018 年内累计交易仓位占比约7% ，有约93% 的仓位呆坐不动。2018 年沪深300 指数涨幅约1% ，老唐市值涨幅约5%- 。

雪球组合「老唐实盘」净值3.09 元，同口径实盘净值约3.52 元，差异拉大致约14% ，主要因港股和B 股与组合内替代品种的涨幅差异造成。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20180301 简单聊聊洋河业绩快报

信息太少，但询问的人太多，简单聊聊吧，算稳定群众情绪——此处应该有证监会或深交所人士到场颁发维/ 稳/ 特别津贴？

洋河没跌停，所以这位朋友帮我想的标题《从洋河跌停说起2 》没用上。



唐书房 11:34

哈哈，确有此意，已经把纲要列出来了。不过今天不行，今天有个年前人家就买好的广告要推，无法发文😊



唐书房 11:29

书房历史内容搜索，请点击 http://data.newrank.cn/m/s.html?s=Oi4pOSw9KSlI



Hugo 11:29

唐兄，是否考虑再来一篇，从洋河跌停说起2😄

唐书房

先做个说明，虽然下跌并不会让我感到担心或者恐惧，但我也没有盼望它跌停或持续暴跌的意思。网络盛传，盼跌才是真价投，其实表达的不完整。

有钱在手，或者预期未来有较大数额现金流入的夹头才会盼跌——比如大洋对岸那位手持千亿美金的类现金资产、天天还有新资金滚滚流入的老人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

象老唐这种主要资金早就买满，后续资金比例极小—— 年分红总体大约也就三两个百分点，其他渠道产生的剩余现金流几乎可以忽略—— 的人，不盼跌 。

老唐写过《散打投资14 》，可不是为了论证跌了更好，而是想说明，以买企业的态度投资股权，只要企业盈利能力有真实提高，根本不需要担心股价跌下去，因为下面一定有大量资本张着大嘴帮你兜底。资本的逐利性会拉平同等盈利能力的资产价格，从而使股价无法大幅下挫，否则，就会出现不可思议的暴富机会。

事实上，从个人情感角度说，我最喜欢的状态是每年股价被企业利润增长顶着走。股价始终处于合理区间下沿，始终没有高估，有新钱也还可以买，没新钱就看着它平平静静地往前拱，一年有个15%~20%收益。既不需要掘地三尺去研究新企业，也不担心分红所得没地儿去。喝喝茶看看书扯扯淡，就收获了财富的增长，那才叫安逸的板！

当然，若是涨到明显高估阶段，也好办，卖掉换新目标。实在没有新目标，买成理财放着，骑驴找马也挺好。然而，市场先生可不认识什么老唐小唐的，他才不在乎我究竟是盼涨还是盼跌，千古不变的贪婪和恐惧来回拉锯，大起大落才是市场常态。

早在去年4 月28 日，洋河就无厘头跌停过一回。当天老唐是顺手加仓收下了市场先生的馈赠，并写了《从洋河的跌停说起》上下两篇于5 月14 日发表于书房（之所以迟了两周，是因为五一假期忙着写《王者海康》四篇长文），后整合成篇发表在5 月19 日的《证券市场周刊》上。

《从洋河的跌停说起》主要阐述了两个观点：一是解释当日跌停源自于市场对洋河2017 年一季报一项财务数据误解，是无厘头的知识错误，是无知者给有知者送钱；二是认为2017 年洋河的合理价值在1700亿上下，当时处于低估状态中（当时市值约1200 亿）。

就在2017 年5 月14 日的这篇文章里，老唐作出了这样的推测

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

返回 关闭 唐书房 

目标。老唐推测，2017年，洋河营收将有可能冲刺200亿，江苏省内营收可能扭转下滑态势，而省外营收将首次超越省内营收。净利润水平将超越2012年历史巅峰，有望接近甚至可能突破70亿水平——在消费税税制改革没有产生重大不利影响的情况下。

唐书房

随后，在上个月的13 日，《九连阳之下的冷思考》一文中，老唐根据跟踪的洋河2017 年经营情况及业绩预告数据，将洋河2018 年的合理估值上调了两成。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

返回 关闭 唐书房

下，洋河的合理估值可以看高两成。也就是说，今天收盘的市值（2065）可以看作2018年的合理估值——注意，只是合理，并非高估。没有明显便宜占不交易，是老唐的投资信条之一。

唐书房

昨天，洋河的业绩快报出炉，营业收入197.7 亿，同比+15.05% ；归属上市公司股东净利润66 亿，同比+13.23% 。

营收距离我去年5 月预想的“ 冲击200 亿” 有2 亿多的差额，净利润按照三季报预告64~70 亿看，也处于预告区间的中偏下位置。

虽然基本在预告区间，但部分投资者可能是四季度里看多了提价和断货的信息，对年报业绩是抱着超预期的期望值，因而产生了巨大的失望情绪。

倒也可以理解。毕竟依照快报数据，在传统旺季四季度里，洋河仅收获28.9 亿营收和10.16 亿净利润，与去年四季度相比，季度营收增加了3.7 亿，而净利润仅增加了0.28 亿。

单季营收总量，从三季度的53.5 亿锐降至四季度的28.9 亿，近于腰斩（其实这两个季度不该也不能放在一起比较）。而增加了3.7 亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

营收，却只增加了0.28 亿净利润，与之前频频听到的高端增幅喜人、出厂价提升的信息，落差太大。

回看最近三年洋河四季度的数据，如下表，我们会发现2017 年四季度的营收占比还算稳定，但净利率（当季归母净利/ 当季营收）和当季归母净利占全年归母净利的比例，确实略不正常—— 图中标红的两个百分比。

如果直接套用去年和前年同期的净利润率计算，28.92 亿营收对应的10.16 亿归母净利，至少差了约0.77 亿~1.2 亿元净利润，这是怎么回事？难道是市场销售不畅，增加了费用，又或者是高端销售并不好，低端酒占比过高拉低了净利率？

这样的疑惑，加上老板电器连续两个跌停板的示范，以及市场上“风口变了，改杀白马” 的舆论氛围，洋河出现7% 跌幅，虽然事前确实没想过，但事后觉着倒也还顺理成章。

快报的表述比较简单，详细信息需要从年报上才能观察到。不过，公司在快报发布后，对此问题做了解释。说四季度数据不好看，原因有三：其一是春节同比晚了20 天，造成经销商春节备货推后；其二是大部分办事处和分公司提前完成全年任务，导致四季度开票不积极，致使部分营收堆积为预收款；其三是，由于政府自五月起加强白酒消费税的征收管理，公司从9 月开始按照新规则纳税，四季度里补交了5~8 月的消费税差额—— 以上说辞，只能静待年报出来证实。目前资料不足，不好下结论。

不过，即便如此，洋河也是自2012 年白酒行业危机以来，除茅台以外，营收和利润增长最好的大型酒企了。2017 年的营收和净利润均已经超越了2012 年的巅峰时刻（2012 年营收和归母净利分别为172.7 亿和61.54 亿）。

而且，今年197.7 亿的营收，距离200 亿整数关口仅仅只有2.3 亿元的差额，反倒让我对洋河管理层产生更多敬佩。创历史最好纪录，同时突破200 亿整数关口，大幅甩开后面追赶的对手—— 泸州老窖2017 年营收刚刚破百亿，距离2012 年的巅峰115 亿还有距离，归母净利应该不到30 亿（2012 年44 亿），已经夸下海口，要在2017~2019 年内重回行业前三。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

然而，就算洋河2018 和2019 年连续0 增长，我也不相信泸州老窖2019 年能做到营收超过200 亿。重回前三，几乎铁定又是老窖管理层吹出来的大话—— 白纸黑字放在这里等打脸

突破200 亿整数关口，进入200 亿俱乐部的第三家酒企，这么好的噱头，动动手指就可以从预收款池子里搞定的事儿，洋河管理层硬是岿然不动，似乎完全没有将注意力放在这些虚名上面，真是蛮让人敬佩的—— 坦率说，如果是我坐在那个位置上，我做不到这么淡定。

就目前而言，我依然看好洋河这个和股东捆绑在一起的团队，依然看好洋河扎硬寨、打呆账式的省外扩张模式，依然看好洋河对渠道的掌控力，依然认为洋河在消费升级中受益明显，未来带动企业增长的引擎已经从海之蓝、天之蓝，明显倾向于梦之蓝（近期，梦之蓝冠名央视一套“ 经典咏流传” ，又是一次极为优秀的品牌推广活动）。



目前继续维持2016 年5 月文章里的判断：「洋河很可能会在未来三五年内，从营收和净利润上全面超越五粮液，成为中国白酒业浓香老大」，虽然2016 年5 月至今，洋河与五粮液差距实际上是拉大而不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是缩小了，但以目前梦之蓝的势头，我依然认为到2021 年这个目标还是有希望实现的。

虽然出现了单日超过7% 的下跌，但市值依然有近1800 亿，只是在合理范围区间内，没有低估的便宜可以占，所以我暂时也没有加仓计划—— 虽然我现在猜测周四和周五大概率会矫正周三的大幅下挫，且今年一季度几乎确定有不错的增长。

同样是企业分析，但不是盯着估值与市值差，而是下注某份财报与市场预期的不同展开交易，本质上也是猜测别人的行动而行动，或许偶尔也会受到市场的重奖，但我认为它依然是一条投机之路，一条基本面的投机道路，是一条错误的道路。别忘了，投资之难就难在市场经常会重奖某些错误的行为……

2 月结束，老唐2018 年前两个月市值增长约2% 。持仓百分比为：茅台41%+ ，腾讯18%+ ，国投10%- ，民生H6%+ ，招行H5%- ，洋河5%+ ，信立泰4%- ，双汇4%- ，海康3%- ，古井B5%+ ，另有观察仓宋城不计。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20180324 希望与绝望- 腾讯2017 年报概览

希望与绝望（上）

有人看见希望，有人看见绝望。鹅厂的财报可能从来还没有展示过如此复杂的形象，这是头一次。

说绝望，主要来源于三项数据，其一是在连续九个季度环比增长后，2017 年第4 季度首次出现网络游戏收入的环比下滑，而且下滑幅度高达9% ；

其二腾讯社交网络的根基之一QQ ，首次出现活跃账户年度同比下滑，自2016 年的8.69 亿下滑至2017 年底的7.83 亿，流失活跃账户高达8600 万。即便考虑手机QQ 活跃账户增加1200 万，也可以看见7400 万净流失。同时，另一大根基微信，在2018 年春节超过10 亿账户，用户增量天花板似乎触手可及，令人担忧；

其三是增幅74% 、绝对额高达715 亿的净利润数据背后，同比增幅超过460% 的201 亿其他收益净额成了擎天柱。如果抛开其他收益，单纯看增值、广告及其他业务，同比增幅远没有报表展示的那么靓丽。

或许正是这三大绝望因素，叠加了大股东自2001 年入股以来的首次主动减持、美联储启动加息以及中美贸易战爆发三大外部刺激，腾讯股价出现见光死，在靓丽年报数据公布后，自历史高点附近一路狂跌超过70 港币，最低见405 港币，三天内跌幅达到15% 。

然而，老唐眼中看见的则满是希望。可以大胆预测，这次暴跌是空中落下黄金雨，满仓的老唐唯一考虑的问题，是要拿哪只股票来换入腾讯。“ 希望” 不是屁股指挥大脑的无厘头主观想象，而是有数据和公开信息佐证的思考和推理。

我们先来看游戏收入负增长的问题。

2017 年第4 季度，由于增值业务首次出现负增长的拖累，公司收入环比仅增长1.81% 。增值业务-5.17% 的增长里，网络游戏收入高达-9% 的环比增长是罪魁祸首。至于广告业务和其他业务，环比增速分别为12% 和17% ，都属于蛮好的状态—— 增值、广告及其他的同比增幅都非常可观，分别为37% 、49% 和121% 。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

那么，网游的环比下滑，究竟是什么原因造成的，是行业饱和或者腾讯产品的竞争力下降导致的不可逆转下滑，还是某种暂时性调整呢？公司在财报里给出了自己的解释，我们来看看是否可信。

公司说，4 季度环比下滑主要来自三个因素：

① 三季度高基数影响。2017 年第三季度由于公司增加了端游虚拟道具推广，使三季度环比增长14.5% ，同比增长50.6% ，增值业务收入创单季历史新高，收入超过421 亿。这个高基数是导致环比负增长的主要原因之一；

② 角色扮演类游戏贡献下降，射击类游戏尚未大规模商业化。这个理由粗暴翻译，大致就是说，部分王者荣耀玩家转战射击类游戏，而射击类游戏还在培育期，公司并未进行大规模商业化；

③ 受公司安排的新游戏发布期影响。主要的几款具有爆款潜力的新游戏，均安排在去年年底和今年1 季度上线，导致去年4 季度环比下滑。

这三个原因，可以解释4 季度环比负增长吗？我认为理由足够。同时，以我的视角看，游戏部分真正要关注的核心问题只有两个：①游戏的整体市场缩水没有？② 腾讯游戏玩家的时间主要被谁抢走了，是腾讯自己的新游戏还是其他公司的竞品？

这两个问题都不难回答，第一，无论从中国游戏产业总体来看，还是对身边人的观察来看，玩游戏的人群处于持续扩大中。同时，伴随着观念改变和便利支付手段的普及，付费人群也在持续扩大。

第二，去年4 季度腾讯游戏玩家的时间，确实被其他公司抢先推出的吃鸡游戏抢走了部分。但是，腾讯今年推出正版吃鸡及其他几款大受欢迎的游戏后，又重新找回了玩家的真爱。最直观的证据，是在苹果App store 或者安卓应用市场里观察游戏下载排行榜，我们会发现，除了短暂的小公司游戏刷榜以外，今年1 季度基本上就是腾讯游戏产品持续霸屏状态中，比如此刻

前排就坐一水儿的鹅厂产品，无一例外。看见如此无以伦比的竞争力，还有什么可担忧的呢？

几乎可以肯定，随着《QQ 飞车》的火爆、吃鸡游戏的商业化，以及例如《QQ 炫舞》《QQ 华夏》等原创IP 游戏的推广，投资者很快就会发现，网络游戏将依然是推动腾讯高速增长的重要引擎。更何况，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

爆品之下，还有《三国群英传》《乱世王者》《天龙八部》《奇迹》《龙之谷》《穿越火线》《光荣使命》《皇室战争》《死神来了》等多款优质产品等候玩家临幸。

腾讯所展示出来的原创能力、学/chao 习/xi 经验及渠道推广能力，加上过去几年里持续不断地收购和投资的各大知名游戏公司或游戏工作室，配套起来看，腾讯的游戏部门人才、钱财、渠道样样强，在可见的将来，依然是市场无敌的存在，根本不用为些许小波澜担心。

或许只有在大规模移情手游、逃离PC 的情况下，端游注定会比较凄惨。不过财报里也展示了公司对端游的规划「將通過組織專業電子競技比賽、推廣爆發性新遊戲（如《絕地求生》及《堡壘之夜》等），並發掘《深海迷航》等創新遊戲類型，提高我們核心用戶的參與度，持續發展個人電腦遊戲專營權，從而鞏固我們的平台。」简单理解，就是端游的发展方向，是将更侧重于服务重度玩家。效果如何，股东们可以拭目以待。

再看QQ 活跃账户减少以及微信用户天花板的问题。

公司财报显示，2017 年末，QQ 活跃账户首次出现下降，从2016 年底的8.69 亿下降为7.83 亿，减少约8600 万活跃账户，即便考虑手机QQ 活跃用户增加的1200 万，净减少也有7400 万。从环比角度看，相比2017 年三季度，活跃账户减少了6000 万，其中手Q 增加活跃账户3000 万，流失3000 万。

这是自从QQ 诞生以来，活跃账户首次出现下降，警示味道十足。然而，这个问题其实非常容易解释，QQ 用户已经近于全部转入微信，依然在腾讯的势力范围内。至于QQ 本身，定位已经年轻化，主要由那些想躲开父母及七大姑八大姨视线范围的年轻人使用，他们用着微信联系着长辈和前辈们，却同时躲在Q 世界里和同龄人沟通和娱乐，我儿子便是这么躲我的，哈哈~~

因此，QQ 活跃账户数量减少，没什么值得惊讶的，这是必然的结局。倒是微信活跃账户环比增长仅0.9% ，绝对值逼近10 亿（年报9.89 亿，春节期间超过10 亿）更值得思考。

作为用户主要集中在中国大陆的微信，10 亿活跃账户，大致上可能是除了无使用能力的老人小孩以及极端贫困人口之外的所有用户，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

都成为了微信用户，从数量上确实没什么增长空间了。然而，增长只能来自数量吗？显然不是。

微信和QQ ，在腾讯的定位里，是种植摇钱树的土壤，是连接一切的工具。将用户纳入这个连接，才只是播下摇钱树种子的开始。在微信奠定移动互联网最大入口地位以后，问题早已演化成如何深化。

深化，照样会带来优质的增长。深化，即包括深化网络连接，让用户通过腾讯享受到移动互联网各类工具的便利；也包括丰富内容，让用户通过腾讯看到他们想看和喜欢看的各类原创及非原创内容；还包括将连接从网上扩展到网下，乃至连接万物，那是58 万个乃至更多小程序即将发挥作用的广阔天地……

不要以为大象不会跳舞，不要以为巨龙无法飞翔。这一切连接，从微信占领10 亿人的屏幕，从小程序的推广普及和商业化（2017 年底已经有1.7 亿日活账户），从腾讯集中火力投资文化娱乐、网络游戏、金融服务、电子商务、物流交通、医疗健康、教育工具等各个领域，围绕着「摇钱树土壤」的高潮顶多算刚刚启动……

至于微信和QQ 的威胁，我唯一担心的问题是腾讯在信息流形态上，一直没有具备竞争力的产品出现，具体说就是缺乏类似今日头条、微博、雪球、抖音之类的的产品。这类产品形态会调动用户对下一条随机出现未知信息的期待，从而建立了一种鼓励浸泡，鼓励刷屏的心理机制。

它们和微信的“ 用完即走” 产品理念正好形成两个极端。微信的理念是用完即走，走了还来，因为我是对你有用的工具，同时是你抵达它处的最便捷入口，且不会对你形成骚扰，所以你没有理由离开我。而今日头条等产品背后的理念，似乎是缠住你、让你成瘾，并时不时用随机的内容或奖励鼓励你沉溺，最终即便你讨厌我，你也无法割舍。

当用户越来越多的时间浸泡在这些产品上的时候，流量劫持就发生了，结果很可能是用户虽然依然拥有和使用微信或QQ 账户，但更多商品或者服务可能从这些竞争对手处获取，从而在游戏、广告、视频乃至更大领域里对腾讯现有体系形成破坏。迄今为止，还没有看见腾讯在该领域里有所作为，或许是能力问题，或许是价值观问题。（未完待续）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

希望与绝望（下）

上篇谈了老唐对腾讯第四季度游戏收入环比下滑，以及QQ 活跃账户首次减少两大问题的看法。本篇我们继续说第三个负面因素：其他收益净额占比增高。

2017 年，利润表里其他收益净额201.4 亿，创下历史记录，该数据是之前十年其他收益净额总和的213% 。于是眼中充满绝望的人，看见的是腾讯“ 主业不行副业凑、调节报表充胖子” 的悲惨场景，而老唐看见的却是一副瓜果压弯腰的大丰收场面。

早在去年11 月书房推送的《看不见边际的腾讯》里，老唐写到：

无论是投资领域、媒体领域还是科技领域，对于腾讯“ 一边从事上述业务，换来源源不断的现金流，一边又将这些现金下注于移动互联网的未来” 这一操作手法，关注的都远远不够。

腾讯仿佛是一家靠现有业务兜底，并雇佣着一群在互联网及移动互联网领域里享有极高声誉和成功经验的人士担任管理合伙人的大型互联网投资基金。

这是腾讯自3Q 大战反思之后，逐步布局的结果。如果今天还把腾讯的投资业务视为“ 副业” ，那是被一块红布蒙住了双眼蒙住了天，居然能对那么庞大的半边身躯视而不见！

在2017 年的财报里，201.4 亿的其他收益净额主要有五个来源：

① 腾讯投资对象IPO 上市，带来的视同处置收益；② 因若干投资的估值增加而产生的公允价值收益；③ 补贴；④ 退税；⑤ 所投企业的现金分红。其中① 贡献94 亿其他收益净额，② 贡献84 亿；③④⑤ 合计贡献23 亿多。后三项看字面就很容易理解，老唐在这里说说前两项。

视同处置收益，主要是2017 年内在香港联交所上市的易鑫集团、众安保险，在美国纽交所上市的搜狗和Sea （新加坡企业），在韩国交易所上市的韩国网游企业Netmarble 贡献。这几家企业在2017 年陆续IPO 上市，合计带来其他收益净额94 亿。

注意，2017 年上市的另一家公司阅文集团，不在这个统计范围内。阅文集团发行新股上市后，腾讯依然是持股超过50% 的控股股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

东，属于并表子公司范围，不计入长期股权投资或者可供出售金融资产内。

所谓视同处置，老唐在《手把手教你读财报》的91 页阐述过。这里再拿腾讯2014 年投资32.3 亿人民币购买的韩国网游公司Netmarble 的28% 股权举例简单说明一下。

2017 年4 月24 日Netmarble 在韩交所上市，上市发行新股共计融资23 亿美元，发行后腾讯持股比例降低为17.71% 。发行新股融资23 亿美元，Netmarble 公司净资产增加23 亿美元，意味着腾讯持有的17.71% 股权，因此对应增加约4.07 亿美元净资产。这4.07 亿美元，在财务上视为公司出售了28%-17.71%=10.29% 股权换来的，即出售了全部持股的10.29%/28%=36.75% 。

假设2017 年初，腾讯公司持有Netmarble28% 股权的账面成本为X ，则2017 年IPO 行为产生（4.07 亿美元-36.75%X ）的投资收益，这就是视同处置——X 值与31.3 亿的购入成本相比，会略有增减，数额不大。欲了解增减原因及规则，参看《手把手教你读财报》86~90 页。

注意，这个投资收益和Netmarble 上市后的股价变动，以及腾讯持有17.71% 股权的市值波动无关，仅仅只体现上市发行新股行为导致的净资产增加。其他几家IPO 的公司同样如此。

实际上，仅腾讯记录为联营企业的上市公司股权，截至2017 年底，还有超过960 亿股价浮盈，并没有展现在腾讯利润表上，他们藏在“ 于联营公司的投资” 科目里—— 联营的上市公司股权账面值为609 亿，2017 年底的公允价值（股价）为1570 亿。

来源② 贡献的84 亿，观察相对困难一些。主要是腾讯投资了大量未上市企业，例如比较知名的滴滴、摩拜、饿了么、美团、链家、kakao （韩国微信）、Go-jek （印尼滴滴）、英雄联盟、暴雪、蔚来汽车、知乎、快手、喜马拉雅、斗鱼等等。这些未上市企业，在腾讯投资之后，出于发展需要，2017 年继续进行在市场融资时，由于估值提升导致的腾讯持股公允价值的增长。

在《看不见边际的腾讯》一文里，老唐写到：

3Q 大战结束时的2010 年底，腾讯的投资资产总额仅有不到53 亿，占资产总额比例不足15% 。从53 亿发展到2377 亿，从不足15%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

提高到超过46% ，腾讯在过去六年多里发生了天翻地覆的变化。

这一切都来自于小马哥对那场生死攸关之战的思考结论：腾讯的社交平台（包含那时的QQ 和后来的微信）不应该被定位于摇钱树，而应该是种植摇钱树的土壤。

到2017 年底，腾讯的投资额进一步扩大，累计投资公司超过600家，账面投资资产合计超过2700 亿，其中未上市公司部分约45% ，账面资产超过1200 亿。腾讯投资团队过去的记录，是约有40% 左右的投资对象走到下一轮融资。因此，这600 多家投资对象里必将继续产生大量进入下一轮融资的企业，也必将陆续产生登陆资本市场IPO 公开上市的企业。

2018 年过去不到三个月，腾讯持股企业中，已经有希玛眼科、在线音乐巨头spotify 成功上市，而年内上市几率较大的还有腾讯音乐、快手、斗鱼、虎牙、猫眼、B 站、微医、美团、摩拜、滴滴等多家。

可以预计，投资者必须慢慢适应腾讯的报表里有越来越多公司上市带来的视同处置收益，以及未上市公司估值提升所带来的公允价值收益，而不是将它们视为“ 非主业利润” 。投资，已经是腾讯主营业务的重要组成部分，且这部分主营业务占比还将持续扩大。

甚至，看见这份财报我其实有点怀疑，正是因为管理层已知2017年会有多家企业上市，会有多家企业走到下一轮融资，年度其他收益净额必将大幅增加，所以才在战略上更轻松地安排更多暂时没有商业化的游戏登场，才在微信朋友圈及公众号的广告投放上克制又克制，才安排暂时不挣钱的小游戏上场抢自家手游的市场份额，才大力推广链接线上线下却暂时没有成熟盈利模式的小程序…… 有失必有得，稍微着眼较长时间段去看，2017 年在这些地方的“ 短失” 必将为2018乃至以后的“ 长得” 奠定良好的基础。

三个公司的负面问题聊完。叠加的三个外部刺激，老唐也顺嘴说说。

大股东减持。南非这位大股东，堪称股神，年化投资回报远高于沃伦. 巴菲特。在2001 年入股腾讯后，17 年没有减持1 股，即使不考虑分红所得，年化复利也超过66% ，实在已经是外星人水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

只是公司自身市值长期低于所持腾讯股票市值，股东多有聒噪，要求公司卖出腾讯股票。管理层硬是扛着，帮助投资人又多赚了N倍，现今终于扛不住了，稍稍卖出一丢丢，安慰公司股东，绝对没有什么值得评说的。

腾讯的股权，历来是抢手货，不需要在市场减持，大把资金上来扑上去抢食（自己在市场买上亿股，可能把股价拉飞天），这些减持不会对二级市场造成任何心理影响之外的其他影响。

联储加息和中美贸易战，这些宏观东东，老唐外行，没多少要谈的内容。关于利率，正好老唐前几天还特意说过这个问题，总体而言，加息提升无风险回报率，会从边际上降低股票的投资价值，对股市有轻微利空作用。我天朝会不会跟着加，老唐答不出来，也没兴趣研究。反正我只投那些回报率远超无风险回报水平的股权，小额的加息降息，跟我关系不大。

至于贸易战，永远是双方受损，仿佛比赛割自己的肉，赌对方受不了会宣布投降。就中美两个经济高度依赖的大国而言，贸易战估计也就是小范围对喷一阵，给围观群众亮亮肌肉，然后还得坐回办公桌边谈判。

现在双方还处于对喷口水的阶段，都是“ 拟实施” ，并不是实施。我对两边的老头子们有信心，说不定围观群众嗨过了，回头发现两边的“ 拟” 还没开始就结束了，或者已经缩水成不痛不痒的小动作，顺台阶就溜下去了。

《希望与绝望》上下篇，集中谈老唐对腾讯财报里影响市场预期和股价波动的三个负面因素的看法。上下篇合计超过了5000 字，无法继续展开对年报数据的整体观察，索性再写一个《腾讯2017 年报概览》上下篇，作为今天的三条和四条一起推送，喜欢的朋友慢慢看吧！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

腾讯2017 年报概览（上）

先看年度利润表主要数据，单位亿元。

	2017数值	占收入比	同比	2016数值	占收入比
收入	2377.6		56%	1519.4	
毛利	1169.3	49%	38%	845	56%
其他收益净额	201.4	8%	461%	35.9	2%
销售和推广开支	176.5	7%	45%	121.4	8%
一般及行政开支	330.5	14%	47%	224.6	15%
净利	724.7	30%	75%	414.5	27%
归母净利	715.1	30%	74%	411	27%
非通用归母	651.3	27%	43%	454.2	30%
分占联合营盈利	8.2			-25.2	

唐书房

这张表格是从年度利润表里提取出来的部分数据，其中“ 占收入比” 一列，以当年收入合计数为分母，即老唐多次说过的自制百分比报表。通过这张表格，我们可以观察异常数据，并提出以下帮助我们理解公司经营情况的几个问题：

① 公司毛利率由56% 下降至49% 了，什么原因造成的？

② 其他收益净额增幅同比增幅高达461% ，与收入的关系从占比2% 上升到8% ，什么原因造成的？

③ 毛利率下降，净利率还提升了，什么原因影响的？

④ 非通用归母净利和归母净利之间有约64 亿的差额，什么原因造成的？

以及顺便看见两个好现象：

⑤ 公司的销售及推广费用（类似A 股财报的销售费用）和一般及行政开支（类似A 股财报的管理费用）虽然绝对数额增加了，但占收入的比例均是降低了，证明公司在产品或服务的推广活动中考虑了性价比；

⑥ 公司占联营合营公司的盈利，从2016 年的亏损25.2 亿转变为盈利8.2 亿，意味着将联合营公司作为一个整体看，其经营已经扭亏为盈，初

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

步具备了自我造血能力。该数据之前三年的数据分别为：-3.5 亿，-27.9 亿，-25.2 亿。

接下来，我们就在财报阅读中去寻找上述问题的答案。

关于毛利率的问题，我们可以汇总构成收入的三项分项业务数据，得到下表：

	2017	占收入比	2016	占收入比	同比增长
增值业务	1539.8	65%	1078.1	71%	43%
增值成本	613.9		376.2		63%
毛利率	60%		65%		
广告业务	404.4	17%	269.7	18%	50%
广告成本	255.9		154		66%
毛利率	37%		43%		
其他业务	433.4	18%	171.6	11%	153%
其他成本	338.6		144.2		135%
毛利率	22%		16%		

唐书房

从这个表里，我们发现增值业务和广告业务毛利率均出现了下滑，只有收入同比增幅高达153% 的其他业务出现了毛利的提升，但由于其他业务占收入比例仅为18% ，且毛利率依然偏低，因而总体毛利率出现了下降。

那么，这三项业务毛利率的变化是什么原因呢？是产品结构发生变化了，还是市场竞争导致的降价或者成本抬升？继续读财报。

通过阅读财报，我们可以找到公司给出的解释：

增值业务主要包括游戏、视频、音乐、直播及虚拟道具等，其成本增加主要由于公司增加对上述内容的采购，以及扩大与各大应用商店分销合作而导致的渠道费用增加；

广告业务主要包括腾讯新闻广告、视频广告、社交及其他应用广告，其成本提升主要来自视频内容的购买及摊销，以及流量获取成本、服务器及带宽等；

其他业务主要包括支付服务和腾讯云服务，它的成本增加主要来自于规模的扩大，而毛利率的提升则体现了规模效应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

通过对毛利率的分析，我们可以看到增值和广告业务，成本提升主要来自内容和渠道，越来越多的外购内容和外购渠道，相比自产内容和自家渠道而言，成本有所提升。

但鉴于增值和广告业务的毛利率依然很高，而丰富的内容是公司自产内容的有效补充，对于提升相关产品的吸引力有重要作用，比较明显的就是外购内容助推腾讯视频飙升为全国最大的视频服务商，日活跃用户超过1.37 亿，去年底付费用户达到5600 万，今年二月底付费用户增加至6260 万。因而通过有限降低毛利率扩大收入基数，仍然是对公司最有利的经营手段。

而其他业务，则是日趋明显的宝藏。过去十年里，收入从0.06 亿增长至433.4 亿，年化增长超过140% ，过去五年年化增长超过更是高达160% 。

这块业务，早在《看不见边际的腾讯》一文里，老唐有过介绍，目前除了伴随规模的扩大，毛利率有逐步上升的良好趋势以外，其他没有发生什么变化，可以直接拷贝过来： 有超过9.8 亿微信活跃用户，以及超过8.4 亿QQ 活跃用户（有重合）作为基础，微信及QQ 支付适用场景不断扩大，三季报显示线下支付交易次数同比增长280% 。除电商场景下，占据淘宝天猫优势的支付宝依然遥遥领先以外，其他场景，微信已经追平甚至超越了支付宝。两强相争之下，中国的移动支付水平全球领先，目前处于逐步的深化过程中。腾讯云服务，也是未来增长的法宝。国内云服务领域里，阿里云一家独大，腾讯云排名第二，紧紧跟随。伴随互联网与各行各业的全融合，云在数字时代，犹如电在工业时代。中国企业和个人的云化才刚刚起步，按照小马哥的看法，未来如同用电量在工业经济中的指标作用一样，用云量也会成为数字经济的重要指标。在这个巨大的市场里，老二腾讯能否缩小和老大阿里的差距，或许还是疑问，但老大老二都能获得快速增长却完全可以看作板上钉钉的事儿。其他业务，现在受限于规模还比较小，所以毛利率很低，毛利率仅仅20% （三季报数据）。伴随着规模的增长，营业收入增加的同时，可以预期，其他业务还将受惠于规模效应，提高毛利率和净利率，为营收和净利做出更大贡献。

过去十年里增值、广告和其他业务在营收里占比变化，如下图显示：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



特征非常明显，就是增值（主要是游戏）虽然收入绝对额高速增长（从63 亿增长至1540 亿），但由于其他两项增速更快，导致增值占比逐步下降；

广告业务以体验优先，整体保持克制，占比稳中略升。效果点击广告占比越来越大（65% ），品牌展示类广告比重降低，这给运用人工智能及大数据定向投放优化体验、提升广告收入提供了广阔的舞台；大力发展支付及云业务，导致其他业务从基本为零成长成长为举足轻重。至此，关于毛利率的问题，我们基本搞清楚了，无忧。接着往下看，关于其他收益净额的问题。其他收益净额来源及情况介绍，在上篇文章里聊过的内容，不重复。此处侧重谈腾讯的投资资产。

将腾讯的资产负债表简化一下，大致可以得出下表。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资产		负债及权益	
类现金资产	1777 亿	有息负债	1341 亿
投资资产	2770 亿	其他负债	1435 亿
经营资产	1000 亿	净资产	2771 亿
资产总计	5547 亿	负债及权益合计	5547 亿

唐书房

数据很清晰，可以看作公司用负债总额2776 亿（1341+1435 ），对应做了投资。

由于腾讯公司良好的财务状况及信誉，其国内外负债利率均偏低，比如47 页披露的国内借款利率介于4.18%~4.275% 之间，外币借款利率为伦敦同业拆借利率+0.50%~0.55% ，以及48 页披露的票据融资利率2.3%~4.7%。

偏低的利率环境，高速成长且管理层能力圈范围内的互联网及移动互联网产业，加上这些业务不仅仅是投资，往往在战略上还能和腾讯基本业务形成互补互强，例如提供内容或者流量变现等，所以投资业务这块，如果我们持续跟踪，会发现完全是一种时不我待的感觉。

比如2018 年投资记录，你常常会看见一天投好几家的情况出现，连春节大假都不休息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

时间	公司名	行业	轮次	金额	投资方式	腾讯持股比例	备注
1月2日	安赛AISEC	企业服务	A轮	1亿rmb	腾讯	7.50%	
1月8日	Vip陪练	教育	B轮	数亿rmb	腾讯、兰馨亚洲等。		
1月16日	自如网	房产服务	A轮	40亿rmb	平、红杉、腾讯等。		
1月17日	wattpad	文化娱乐	E轮	5100万美元	腾讯、BDC等。		
1月23日	小电铺	电子商务	C轮	数千万美元	腾讯		
1月23日	优必选	硬件	C轮	?	腾讯等13家机构	7.26%	
1月24日	车好多	汽车交通	C轮	8亿美元	腾讯		瓜子二手车，毛豆新车网
1月24日	灵龙文化	文化娱乐	B轮	?	腾讯		
1月24日	晶泰科技	医疗健康	B轮	1500万美元	红杉、腾讯、Google	三家合计20%	
1月25日	快手	文化娱乐	E轮	10亿美元	红杉、腾讯。		
1月26日	skydance	文化娱乐	战略投资	?	腾讯		美国影视剧制作
1月29日	永辉云创	物流	战略投资	1.875亿	腾讯	15.00%	永辉超市子公司
1月30日	万达地产	商业地产	战略投资	100亿rmb	腾讯	4.12%	
1月31日	海澜之家	电子商务	战略投资	25亿rmb	腾讯	5.31%	
2月2日	铁鳞社	文化娱乐	天使轮	450万rmb	腾讯	30.00%	漫画
2月5日	好物满仓	电子商务	A轮	2000万rmb	红杉、腾讯。	红腾合计20%股权	
2月5日	山茶花	电子商务	A轮	?	腾讯		女性导购网站
2月7日	网速大师	企业服务	战略投资	700万rmb	吕一闻、腾讯		
2月8日	盛大游戏	游戏	战略投资	30亿rmb	腾讯		
2月9日	即刻	文化娱乐	C轮	3000万美元	腾讯		
2月10日	艺画开天	游戏	A+轮	数千万rmb	B站、腾讯等		
2月14日	京东物流	物流	A轮	25亿美元	红杉、腾讯等		
2月17日	永辉超市	零售	上市后	42.15亿rmb	腾讯	5%	
2月23日	步步高	零售	战略投资	17.11元/股	腾讯、京东	8.9亿购入5183万股，占6%	sz.002251
2月27日	Go-jek	汽车交通	C轮	15亿美元	Google、腾讯等。		印尼滴滴，腾讯的老项目。
2月28日	Gaana	文化娱乐	B轮	1.15亿美元	腾讯领投，其他未知	合计约20%	印度音乐流媒体公司
2月28日	洋葱数学	教育	C轮	1.2亿rmb	腾讯、君联资本。	合计20%	K12在线教育平台
3月1日	车好多	汽车交通	C轮	8.18亿美元	讯领投，十多家机构		瓜子二手车，毛豆新车网
3月5日	考虫	教育	C轮	2000万美元	腾讯、经纬中国。	合计占比15%	四六级、考研语和出国英语
3月7日	灿谷集团	汽车交通	战略投资	数千万rmb	腾讯、海通等	合计19.4%	汽车金融服务商
3月8日	微电汇	电商	A轮	数千万rmb	腾讯、京东。	合计25%	
3月8日	斗鱼TV	文化娱乐	E轮	40亿rmb	腾讯	16.00%	
3月8日	宝宝玩英语	教育	A+轮		腾讯		0—6岁低龄宝宝英语启蒙
3月8日	atomwise	医疗服务	A轮	4500万美元	MGV、腾讯、百度等		利用超级计算机搞药品研发
3月9日	虎牙直播	文化娱乐	B轮	4.6亿美元	腾讯	25.00%	
3月9日	柠檬影业	文化娱乐	C轮	亿元以上rmb	汉富资本等多家		老股东腾讯、弘毅跟投
3月11日	新丽传媒	文化娱乐	战略投资	33.17亿rmb	腾讯	本次27.64%+原有4.08%	34倍2017年市盈率买下的影视剧龙
3月14日	有狐文化	文化娱乐	天使轮		磨铁图书，腾讯	合计25%	
3月14日	趣头条	文化娱乐	pre-ipo	过亿美元	腾讯领投	合计20%	
3月16日	酷匠网	文化娱乐	A轮		腾讯		小说阅读网
3月17日	凌晨网络	企业服务	收购		腾讯		国内首家信息安全智库
3月20日	哇唧唧哇	文化娱乐	天使轮		腾讯		网络综艺公司
3月20日	颂歌网络	游戏	A轮		腾讯	30.00%	手游，雷电战机2016，全民奥特曼
3月20日	N26	金融	C轮	1.6亿美元	安联、腾讯等	合计20%	手机银行软件
3月21日	Ubisoft	游戏	战略投资		腾讯		互动游戏知名厂商
3月21日	微见	文化娱乐	天使轮		华人文化、腾讯等11家	合计20%	内容领域的“什么值得买”
3月21日	壹心娱乐	文化娱乐	天使轮		腾讯		国内规模最大的艺人经纪公司





腾讯2016年底对外投资 | 2017年之前的重要投资 | 2017年投资明细 | 2018年投资明细

预回复一个问题：一定有人询问，怎么查找腾讯的投资动向，老唐安利一个网站“IT 桔子” 。它会第一时间披露各大投资机构（包含腾讯）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的最新投资项目、投资金额及持股比例等相关信息。

那么，这么多的投资主要分布在哪些科目里，又分别是些什么呢？请继续阅读《年报概览》下篇。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

腾讯2017 年报概览（下）

上篇说腾讯投资了超过600 家上市及非上市公司，合计拥有高达2770 亿的投资资产。这些投资，主要体现在“ 于联营公司的投资”和“ 可供出售金融资产” 两大类里。目前高达1777 亿的类现金资产，很显然，其中很大部分也是为进一步展开更多投资准备的。

于联营公司的投资中，记录了账面成本为609 亿，2017 年12 月31 日市价为1570 亿的上市公司股权，以及账面成本528 亿的非上市公司股权。合计1138 亿。

这部分资产，就是我们称之为运用权益法核算的长期股权投资。腾讯会按照他们的每年的利润表盈利情况，按比例纳入自己的利润表。还记得吗，就是前面说过的8.2 亿那个数据。同时，如果这类公司有IPO 上市或再融资行为，导致腾讯所持股权比例减少时，会产生视同出售投资收益，会直接对利润表产生影响。

可供出售金融资产里，记录着2017 年底股价为539 亿的上市公司股权和公允价值为710 亿的非上市公司股权，这些主要是持股比例低，且腾讯不派驻董事，不影响公司经营的投资对象。除了股权以外，还有24 亿债权或其他类投资，也归在可供出售金融资产里。

这些公司，能分类在可供出售金融资产，表明它们在战略上处于非核心地位，腾讯有可能在合适的时机卖出它们，将已记录在净资产里的股价差额转入利润表体现。例如2017 年可供出售金融资产的公允价值就上升了168.5 亿，因为还没有卖，就暂时不体现于利润表。

腾讯的股权投资中，比较著名的上市公司有艺龙同程、金山软件、文化中国、京东、乐居、四维图新、58 同城、华南城、Mail.ru 、Tesla 、华谊兄弟、顺网科技、寰宇传媒、华彩控股、搜狗、众安保险、易鑫、Sea 、Netmarble 、Snapchat 、易车网、邮储银行、唯品会、掌趣、万达、海澜之家、永辉、盛大、步步高、中金公司……

比较著名的非上市公司有微众银行、美团点评、滴滴、饿了么、猿辅导、链家、酷开、好大夫、企鹅医生、摩拜单车、货车帮、Go-jek 、蔚来汽车、kakao 、威马汽车、富途牛牛、转转、西山居、金山安全、每日优鲜、超级物种、supercell 、Bluehole （吃鸡版权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

人）、知乎、快手、毒舌电影、车好多、斗鱼、虎牙、趣头条、新丽传媒……

对于投资资产，大致先了解这么多。然后看第三个问题，为什么毛利率下降了，净利率还上升了？到此时，理解它就很简单了，是因为有投资带来的其他收益净额影响造成的。

第四个问题，非通用会计准则和通用会计准则之间有高达64 亿的差额，那是些什么？

所谓非通用会计准则，简单的说，就是剔除了一些非现金项目的影响，给投资者做一个辅助展示，财报数据还是要看通用会计准则下的结果。

以腾讯2017 年财报净利润数据为例：非通用会计准则净利润= 通用会计准则净利润+ 股份酬金+ 减值及无形资产摊销- 来自投资公司的收益净额。

股份酬金，大致就是公司授予员工的期权支出（包括认沽期权）及股份奖励；减值及无形资产摊销，主要指联营企业计提减值、可供出售金融资产计提减值以及因收购产生的无形资产摊销；来自投资公司的收益净额，主要包含前面谈过的视同处置收入及未上市公司公允价值变动收益。

上述几项里，股份酬金和减值及无形资产摊销，非通用会计准则认为没有产生实际支出费用，所以要加回来。而来自投资公司的收益净额，非通用会计准则认为并非实际利润，所以要减去。

这64 亿差异大致就是这样加加减减的结果，由于腾讯公司以后来自投资公司的收益净额占比会越来越大，那么很可能利润表的通用与非通用数据仍然会出现较大差额。理解了，就不会为它而惊慌了。

看见报表数据后产生的这几个疑问解决了，大致这份报表就算看明白了。最后看看公司的现金流活动情况（对于腾讯观察意义不大，谁都知道腾讯赚的是真金白银，但对于某些公司有意义，所以放在这儿提一下）。

2017 年腾讯的经营活动现金流入净额1061 亿，投资活动现金流出964 亿，净增加现金97 亿，同时融资活动现金流入净额266 亿，最终手头现金净增加363 亿，手持现金总额从年初的694 亿增长为1057 亿。其中现金483 亿，3 个月以内的高流动性资产574 亿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

搞定，脱手。最后可以毛估估对其进行唐式估值：按照30% 净利润增长估算，2021 年公司净利润约2000 亿，届时市场给25~30 倍合理市盈率，市值约5 万~6 万亿人民币，值得买入的市值位置为2.5~3 万亿人民币市值，对应港币市值3.1 万亿~3.75 万亿，对应值得买入的股价为325~395 港币。Over 。

是不是简单到不敢信的地步，投资居然可以如此草率？是的，不要以为它有多复杂，这就是老唐多次分享过的市盈率估值大法。不过，要小心哦，陷阱在那个30% 假设上，做出这个假设，需要真的去理解企业，别无他途。

如果没有对企业的深度理解，草率地拍脑袋给个增长率出来，同样有可能对，但也有可能是自欺欺人。投资的难点就在这个具体企业的增长率预判上，永远学习，永无止境，你是这样，老唐也是这样。

星期五早上开盘前说要追加腾讯持仓。当时股价405 港币，老唐委托406.4 港币买入，结果没买到。所以，当前持股无变化，依然是截图里的10 只。2018 至今5 涨5 跌，胜率= 瞎猫碰死耗子。

当前持仓比例为茅台41%+ ，腾讯18%- ，国投7%+ ，民生H6%- ，招行H5%- ，古井B6%- ，洋河5%+ ，双汇6%- ，信立泰4%+ ，海康3% ，观察仓宋城不计。截止3 月23 日收盘，年内收益为-0.5% 。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

20180311 老唐的私人书架

今年搬家，由于新书房比原来的老书房小，所以丢掉了不少书籍。大约剩下千本左右，借机归类整理了一下。今天拍几张照片上来，和大家分享。

西谚有云「you are what you read 」，大致意思是说，你读什么书，决定了你是什么样的人。以这说法来看，展示私人存书这事儿，有点类似脱衣见光的感觉。慎重起见，不能全裸，只展示部分 。

1 ）读过的投资书籍中，比较有价值的部分（点击照片，可放大）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



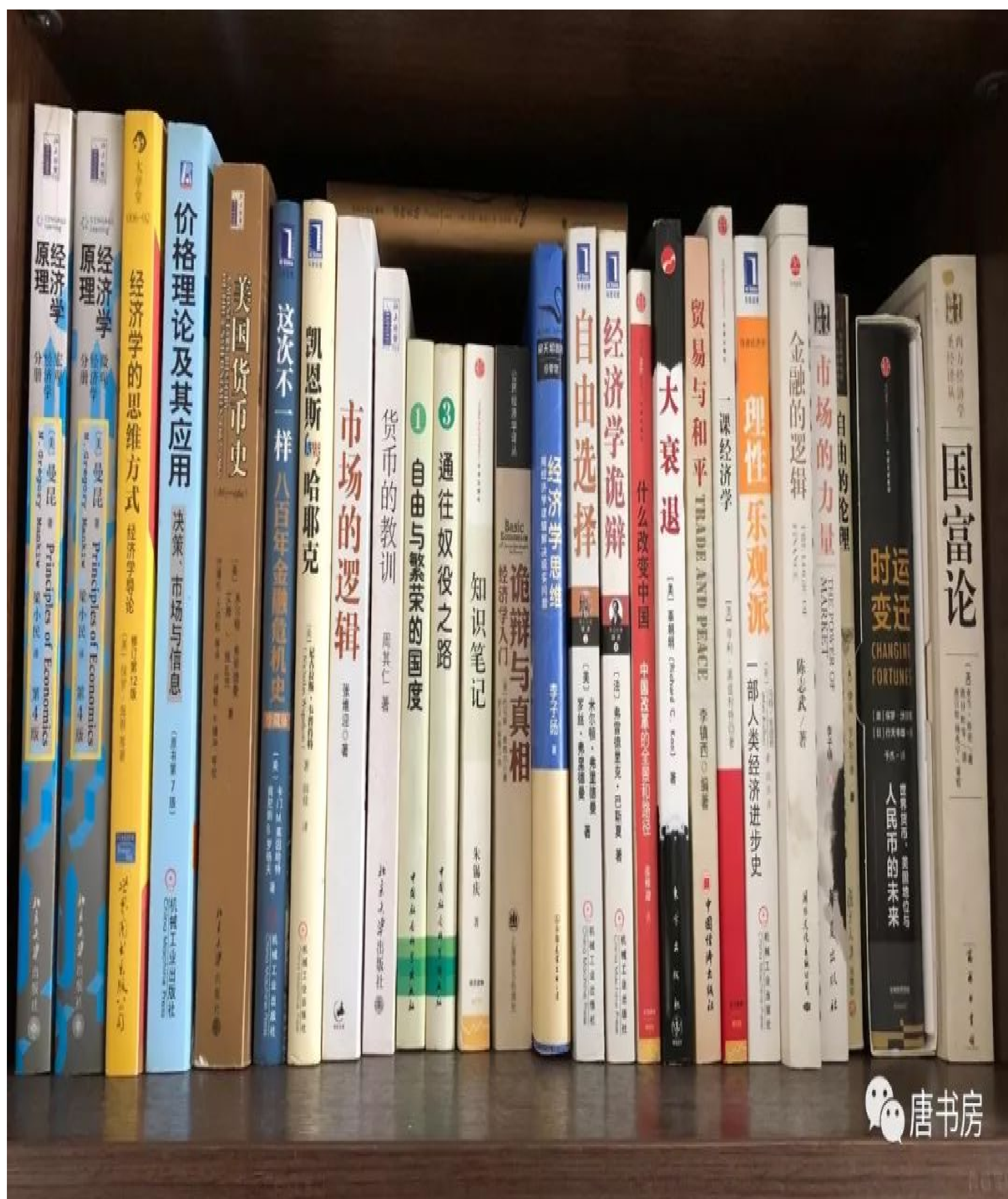
不过，这些年有许多书读的是电子版本，所以并非不在照片里的就不好，或许只是恰好没买过纸质版。

2 ）经济学类书籍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



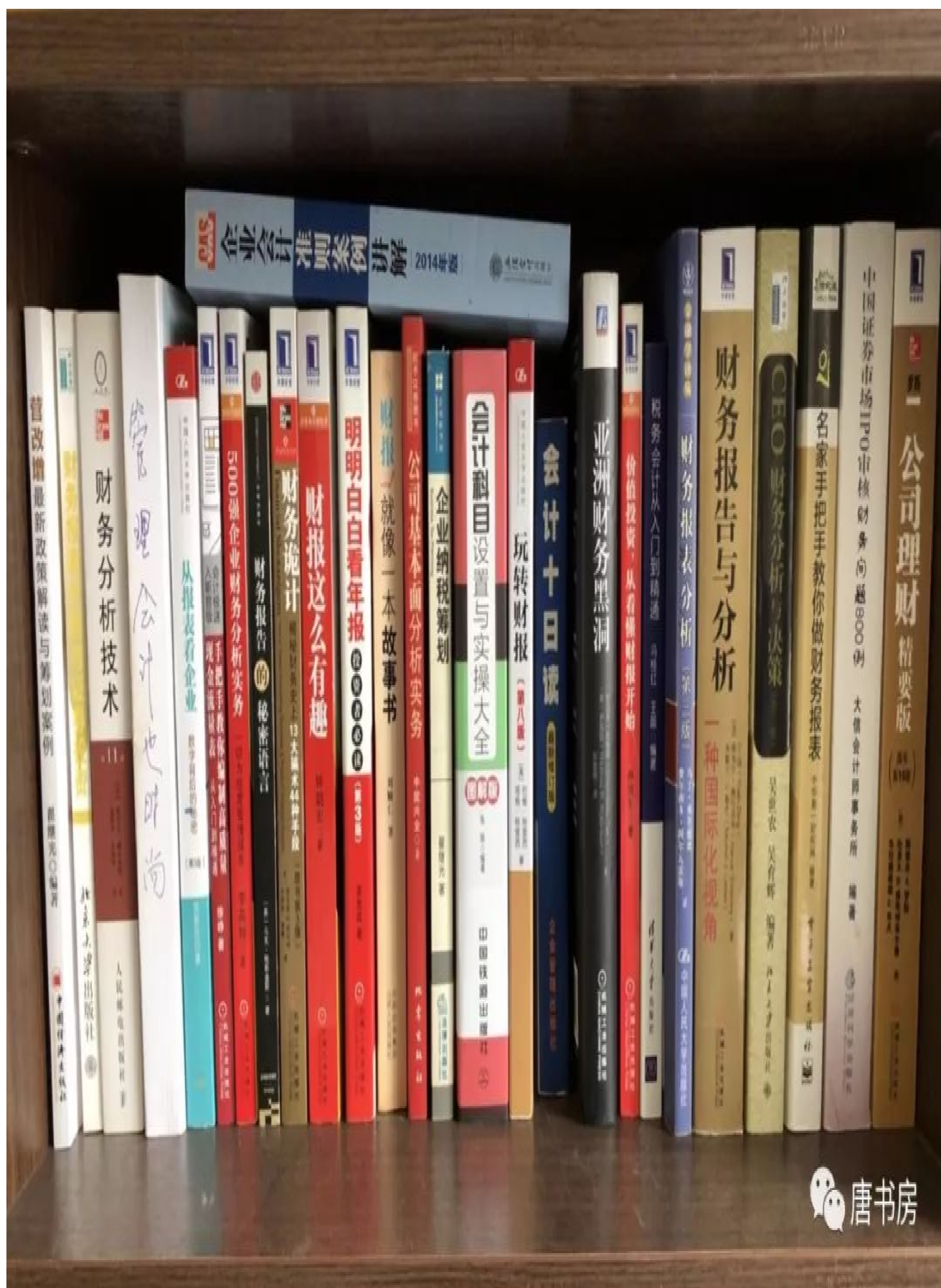
3 ）银行类书籍（银行类书籍，在老唐扔掉的书籍里占比很大。为了学习和研究银行股，读过很多针对员工的、完全没用的书，这次一起让保洁拿去卖了废纸），图片里是比较有价值的部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



4 ）财务类书籍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



5 ）再分享部分不错的消闲书籍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

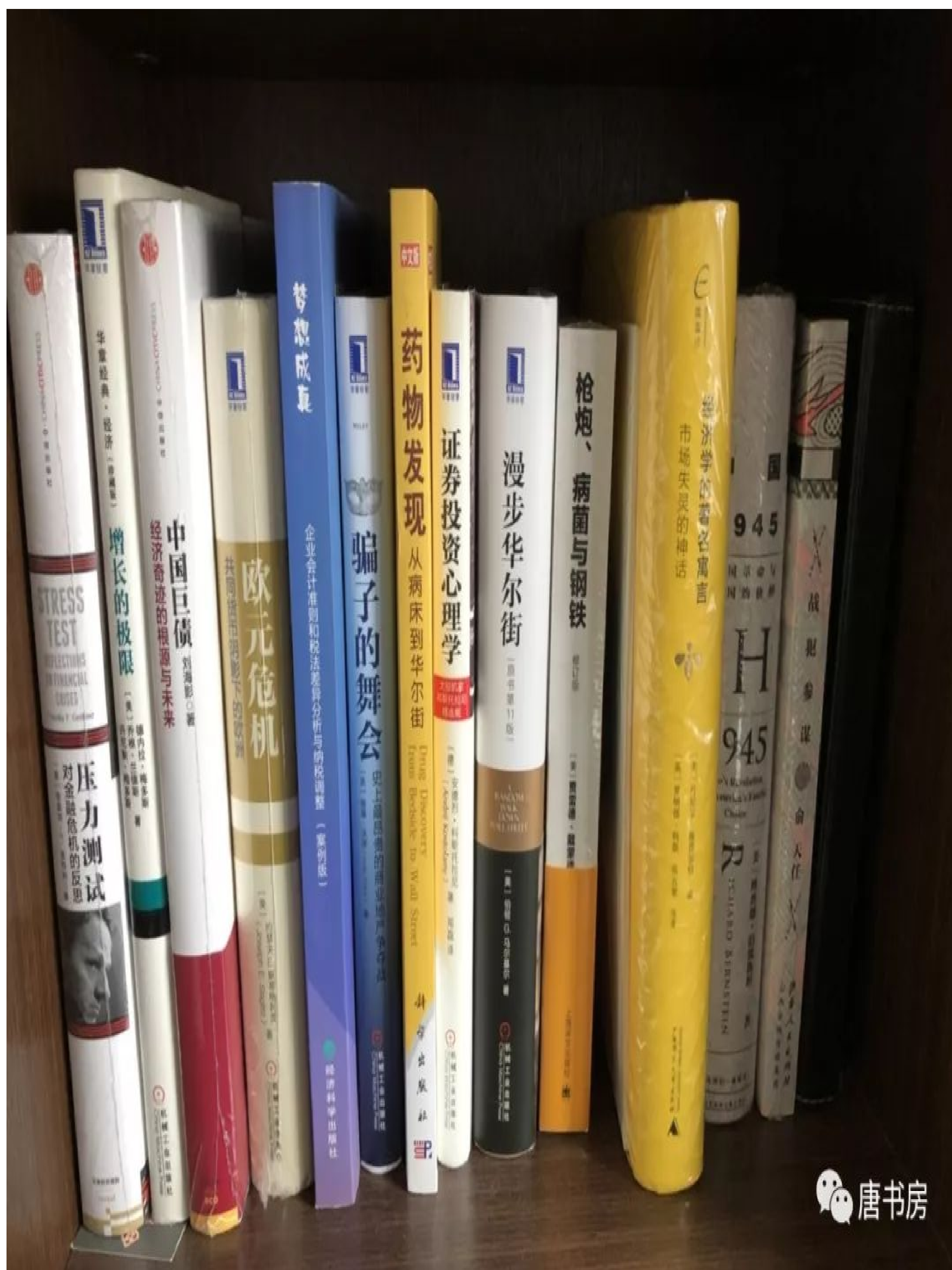


全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



6 ）堆积在书架上，排队等着近期被临幸的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



怎么样，各取所需，够看一阵吧？